全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汇添富基金·世界资本经典译丛

Fear and Greed

Investment Risks and Opportunities in a Turbulent World

恐惧与贪婪

动荡世界中的投资风险和机遇

尼古拉斯·萨尔克斯（Nicolas Sarkis） 著

2012年《金融时报》和高盛集团商业图书年度奖获奖图书。
评述200年来十大投资主题，精准把握全球投资趋势。
深入解析欧债金融危机蔓延原因，绘制走出大萧条的投资路线图。

上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汇添富基金·世界资本经典译丛

恐惧与贪婪

——动荡世界中的投资风险和机遇

尼古拉斯·萨尔克斯
(Nicolas Sarkis) 著

杨 敏 译

上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

恐惧与贪婪:动荡世界中的投资风险和机遇/萨尔克斯(Sarkis,N.)著;杨敏译.—上海:上海财经大学出版社,2014.8
(汇添富基金·世界资本经典译丛)
书名原文:Fear and Greed
ISBN 978-7-5642-1749-5/F·1749

Ⅰ.①恐… Ⅱ.①萨… ②杨… Ⅲ.①证券市场-研究 Ⅳ.①F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第211644号

□ 责任编辑 李成军
□ 封面设计 张克瑶
□ 版式设计 孙国义
□ 责任校对 王从远

KONGJU YU TANLAN
恐 惧 与 贪 婪
——动荡世界中的投资风险和机遇

尼古拉斯·萨尔克斯
(Nicolas Sarkis)

杨 敏 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路321号乙 邮编200434)
网 址:http://www.sufep.com
电子邮箱:webmaster @ sufep.com
全国新华书店经销
上海华教印务有限公司印刷
上海远大印务发展有限公司装订
2014年8月第1版 2014年8月第1次印刷

787mm×1092mm 1/16 11印张(插页:6) 179千字
印数:0 001—4 000 定价:40.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拨动琴弦

唱一首**经典**

资本脉络

在**伦巴第**和**华尔街**坚冷的墙体间，仍然

依稀可见



千百年后

人们依然会穿过泛黄的书架

取下

这些**书简**

就像我们今天，**怀念**

秦关汉月

大漠孤烟

……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图字:09-2013-279 号

Fear and Greed*: *Investment Risks and Opportunities in a Turbulent World

Nicolas Sarkis

Copyright © 2012 Harriman House Ltd.

Originally published in the UK by Harriman House Ltd in 2012, www. harriman-house.com.

All Rights Reserved. No part of this Publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, or otherwise without the prior written permission of the publisher.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS PRESS, copyright © 2013.

2013 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社

版权所有　翻版必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致鲍勃(Bob)

他是我在高盛集团的良师益友——一位我一直都很欣赏的成功人士，后来在汉克·保尔森(Hank Paulson)部长领导之下的美国财政部任职。

致布拉特(Bulat)

他是我曾经见过的最杰出的、最有才华的企业家——一位真正能鼓舞人心的人物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总 序

“世有非常之功，必待非常之人”。中国正在经历一个前所未有的投资大时代，无数投资人渴望着有机会感悟和学习顶尖投资大师的智慧。

有史以来最伟大的投资家，素有“股神”之称的巴菲特有句名言：成功的捷径是与成功者为伍！（It's simple to be a winner，work with winners.）

向成功者学习是成功的捷径，向投资大师学习则是投资成功的捷径。

巴菲特原来做了十年股票，当初的他也曾经到处打听消息，进行技术分析，买进卖出做短线，可结果却业绩平平。后来他学习了格雷厄姆的价值投资策略之后，投资业绩很快有了明显改善，他由衷地感叹道：“在大师门下学习几个小时的效果远远胜过我自己过去十年里自以为是的天真思考。”

巴菲特不但学习了格雷厄姆的投资策略，还进一步吸收了费雪的投资策略，将二者完美地融合在一起。他称自己是“85％的格雷厄姆和15％的费雪”，他认为这正是自己成功的原因：“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。”

可见，要想投资成功很简单，那就是：向成功的投资人学投资，而且要向尽可能多的杰出投资专家学投资。

源于这个想法，汇添富基金管理股份有限公司携手上海财经大学出版社，共同推出这套“汇添富基金・世界资本经典译丛”。开卷有益，本套丛书上及1873年的伦巴第街，下至20世纪华尔街顶级基金经理人和当代“股神”巴菲特，时间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跨度长达百余年，汇添富基金希望能够借此套丛书，向您展示投资专家的大师风采，让您领略投资世界中的卓绝风景。

在本套丛书的第一到第十辑里，我们先后为您奉献了《伦巴第街》、《攻守兼备》、《价值平均策略》、《浮华时代》、《忠告》、《尖峰时刻》、《战胜标准普尔》、《伟大的事业》、《投资存亡战》、《黄金简史》、《华尔街的扑克牌》、《标准普尔选股策略》、《华尔街50年》、《先知先觉》、《共同基金必胜法则》、《华尔街传奇》、《大熊市——危机市场生存和盈利法则》、《证券分析》、《股票估值实用指南》、《货币简史》、《货币与投资》、《黄金岁月——美国股市中的非凡时刻》、《英美中央银行史》、《大牛市(1982～2004)——涨升与崩盘》、《从平凡人到百万富翁》、《像欧奈尔信徒一样交易——我们如何在股市赢得18 000％的利润》、《美国国债市场的诞生》、《安东尼·波顿教你选股》等六十一本讲述国外金融市场历史风云与投资大师深邃睿智的经典之作。而在此次推出的第十一辑中，我们将继续一如既往地向您推荐五本具有同样震撼阅读效应的经典投资著作。

《缺陷的繁荣——经济学的悲观视角》是法国著名经济学家丹尼尔·科恩的又一力作，科恩时任巴黎高等师范学校与巴黎第一大学的经济学教授，他曾担任法国总理旗下的经济分析委员会成员。作者引领我们回顾了人类发展的历史，“昨天在西方世界发生的一切如今在全球范围内重复上演：在中国、印度和其他地区，成千上万的农民从乡村涌向城市；工业社会正在替代农业社会；新兴力量不断崛起，昨天是德国与日本，而今天是印度与中国。由于对原材料控制权的争夺加剧，竞争对手间彼此激怒，资本主义旧时代的金融危机不断重现”。与“文明的冲突”观点不同，科恩得出了独特的、悲观的却又逻辑严密的观点：“21世纪的巨大风险并不是文化与宗教的冲突，而在于全球性地重蹈西方历史的覆辙。”“战争和冲突是否会伴随着经济的繁荣与发展？现代的新兴国家是否在重蹈西方社会的覆辙？人类对发展的不懈追求又究竟是为了什么？”科恩试图解答这些哲学追问的终极意义。

随着大数据时代的来临和高频交易的日渐兴盛，怎样使用较为简便的方法从浩如烟海的大数据中提取有助于自己交易决策的有用信息，成为有识之士率先探索的难题。《大交易——市场回报最大化的简单策略》就是讨论一般投资者如何利用简便方法从大数据中提取有用信息进行交易获利的一本专业交易员的心得之谈。《大交易》的作者彼得·范(Peter Pham)是全球权益市场的专业顾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问。他曲折的人生经历和探索精神使他对投资和交易具有许多不同于一般投资者的独特感悟，也使他创立了自己利用大数据进行大交易的简单策略和方法，并且在实战中获得巨大成功。他不因循于传统技术分析方法的框框，敢于提出并利用大数据中提供的股票价格变动的各种信息计算其未来可能变动的方向和幅度的概率来指导自己的投资决策和交易行为。

21 世纪初是全球金融市场极其恐惧和贪婪的时期。一些人失去了大量的财富，但也有一些人伺机大赚了一把，人们对于投资行业的信心正处于历史的最低潮。《恐惧与贪婪——动荡世界中的投资风险和机遇》旨在引导投资者在未来的几年里在面临金融市场的挑战和机遇时做好准备。著名投资经理尼古拉斯·萨尔克斯在指导自己公司的投资者成功度过了 2007 年投资市场的混乱期之后，从历史中吸取经验和教训，为投资者明示未来之路。萨尔克斯特别深入地探讨了自千禧年之后发达国家的股市困境，何时股市才能最终恢复元气，以及减少政府债务的过程对市场产生的可能性影响。他也对新兴市场国家的股票、黄金和欧洲单一货币的前景提出了自己的看法。萨尔克斯也从整体上研究了金融界所面临的一些最重要的问题，他重点关注了央行、监管者和违规者，并对它们在当下的金融危机中所扮演的角色做了深入的探讨。在这本真实而又不乏趣味的书里，萨尔克斯为投资者展现了未来几年投资的清晰画面以及诸多启发。

在投资市场上，一本万利是无数投资者的终极梦想，而残酷的现实却使得诸多投资者和交易者伤痕累累。《像欧奈尔信徒一样交易(二)——令我们在股市大赚 18 000%的策略》一书为我们开启了一段获取丰厚投资回报的传奇。本书由两位威廉·欧奈尔公司前雇员撰写，他们花费了数年时间学习导师威廉·欧奈尔的经验和教训，他们把这些基于欧奈尔方法的强大交易技术悉数倾注于这本书中，你可以将这些方法应用于自己的投资过程中。本书是畅销书《像欧奈尔信徒一样交易》的姊妹篇，它超越了前一本书的描述性叙述，提供了进一步的指导和相关理论的实践过程，并且让它们成为你交易系统的组成部分。投资股市，就是一场关于自己资金生死存亡的严酷测试，阅读本书，将有助于你在该测试中脱颖而出。

《致命的风险——美国国际集团自毁警示录》一书介绍了美国国际集团从初创、成长、鼎盛，再到衰败、毁灭的各个扣人心弦的历程。对该公司各个阶段的核心人物格林伯格、沙利文、维纶斯塔、索辛、斯皮策等的描述细致入微，如索辛的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

AIGFP的业务标的、对待风险的态度，斯皮策带领的纽约州监管部门对AIG与格林伯格本人发起的法律攻击，AIG的内部管理层，以及与C.V.斯塔尔公司之间错综复杂的关系。对美国国际集团与著名的投资公司之间的关系也做了详细叙述，如与高盛、美林、旅行者集团等知名企业之间的业务关系以及在金融危机中的应对处理；对核心业务，如掉期、CDS、CDO、MBS等金融衍生工具进行了详实介绍。通过以上的讲述，本书不仅展示了衍生品业务在风险处理上的精妙与复杂，更生动展现了华尔街的惨烈斗争与全球金融环境的瞬息万变，揭示出了华尔街这个变化莫测的风险世界的真实生存状态。

投资者也许会问：我们向投资大师、投资历史学习投资真知后，如何在中国股市实践应用大师们的价值投资理念？

事实永远胜于雄辩。中国基金行业从创立至今始终坚持和实践价值投资与有效风险控制策略，相信我们十多年来的追求探索已经在一定程度上回答了这个问题：

首先，中国基金行业成立以来的投资业绩充分表明，在中国股市运用长期价值投资策略同样是非常有效的，同样能够显著地战胜市场。公司成立以来我们旗下基金的优秀业绩，就是最好的证明之一。价值投资最基本的安全边际原则是永恒不变的，坚守基于深入基本面分析的长期价值投资，必定会有良好的长期回报。

其次，我们的经历还表明，在中国股市运用价值投资策略，必须结合中国股市以及中国上市公司的实际情况，做到理论与实践相结合，勇于创新。事实上，作为价值型基金经理人典范，彼得·林奇也是在总结和反思传统价值投资分析方法的基础上，推陈出新，取得了前无古人的共同基金业绩。

最后，需要强调的是，我们比巴菲特、彼得·林奇等人更加幸运，中国有持续快速稳定发展的经济环境，有一个经过改革后基本面发生巨大变化的证券市场，有一批快速成长的优秀上市公司，这一切将使我们拥有更多、更好的投资机会。

我们有理由坚信，只要坚持深入基本面分析的价值投资理念，不断积累经验和总结教训，不断完善和提高自己，中国基金行业必将能为投资者创造长期稳定的较好投资回报。

“他山之石，可以攻玉”。十几年前，当我在上海财经大学读书的时候，也曾经阅读过大量海外经典投资书籍，获益匪浅。今天，我们和上海财大出版社一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起，精挑细选了上述这些书籍，力求使投资人能够对一个多世纪的西方资本市场发展窥斑见豹，有所感悟；而其中的正反两方面的经验与教训，亦可为我们所鉴，或成为成功投资的指南，或成为风险教育的反面教材。

“辉煌源于价值，艰巨在于漫长”，对于投资者来说，注重投资内在价值，精心挑选稳健的投资品种，进行长期投资，将会比你花心思去预测市场走向、揣测指数高低更为务实和有意义得多。当今中国正处在一个稳健发展和经济转型相结合的黄金时期，站在东方大国崛起的高度，不妨看淡指数，让你的心态从容超越股市指数的短期涨跌，让我们一起从容分享中国资本市场的美好未来。在此，汇添富基金期待着与广大投资者一起，伴随着中国证券市场和中国基金业的不断发展，迎来更加辉煌灿烂的明天！

张 晖

汇添富基金管理股份有限公司副总经理、投资总监

2014 年 7 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致 谢

在我写这本书的过程中，很幸运地能够参照一些现有的、最优秀的经济和金融的数据库。这些市场数据是收集者多年潜心研究的成果，而他们却慷慨地把这些宝贵的成果提供给了我。我想在此公开地向他们表达真诚地。

以下我要答谢的人士是不分先后顺序的。我想感谢彼得森国际经济研究所(Peterson Institute for International Economics)的卡门·M. 莱因哈特(Carmen M.Reinhart)教授，感谢她允许我从她和哈佛大学肯尼斯·S. 罗格夫(Kenneth S. Rogoff)教授一起收集的有关政府债务的数据库中引用数据。

同样，我想感谢耶鲁大学(Yale University)的罗伯特·S. 希勒(Robert S. Shiller)教授，感谢他让我引用他收集的从1871年至今的有关美国股市收益、通货膨胀和利率的数据。

伦敦商学院(London Business School)的埃尔罗伊·迪姆松(Elroy Dimson)教授及其同事保罗·马什(Paul Marsh)和麦克·斯汤顿(Mike Staunton)汇编了全球资产价格表现的资料，并每年作为瑞士信贷全球投资回报年鉴和资料出版。浏览其简明扼要的摘要让我的工作也变得相当轻松了。我要对他们表示深深的谢意。

我还要感谢法国巴黎索邦大学(Universite Paris-Sorbonne)的大卫·勒布里(David Le Bris)教授为我提供可以追溯至1854年的丰富的法国娱乐CAC 40指数，那是他和巴黎经济学院(Paris School of Economics)皮埃尔—西里尔·厄特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克尔(Pierre-Cyrille Hautcoeur)教授一起创立的。

我还要感谢克里斯·香垂尔(Chris Chantrill)允许我使用他的网站(www.ukpublicspending.co.uk)上的数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引 言

2007年爆发的全球金融危机给投资界带来了极大的转变。许多上万亿美元的财富被毁于一旦，很少有什么类型的金融资产可以免遭厄运。损失惨重者往往都是普通大众，他们现在对该投资行业不像以前那么看好了，这当然是可以理解的。大众投资者自认为自己了解到了大量的市场和投资信息，但实际上这些信息依然是支离破碎的。

最近这些年，我可能是以最直接的方式亲眼目睹了市场极度恐惧和贪婪的表现。在这个时期，我曾作为一名投资经理，为个人和机构提供投资建议，建议他们应该拿几十亿美元的资金做什么样的投资。在高盛集团工作了十几年之后，我在2006年初，也就是金融危机爆发前的18个月，成立了自己的投资公司——阿尔法第一合伙人公司（AlphaOne Partners）。毫不夸张地说，这个企业历经了火的洗礼和考验。

当然，这也是我最值得骄傲的成就：在如此恶劣的投资环境里，我不仅帮助阿尔法第一合伙人公司的投资者保住了他们的财富，而且还让他们的财富增值了。我相信我们能够做到这一点是因为早已谙熟危机中有可能孕育着机遇，对于那些即将出现的机遇，我们早已做好了准备，这些机遇包括成功地投资于股票、大宗商品、房地产和私募股权投资等。我这样说绝对没有自吹自擂之意。机会是给有准备的人，未雨绸缪是非常必要的，因为在通常情况下，机会是稍纵即逝的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我决定写这本书也是本着让大家为未来一系列的机遇做好精神上的准备。截至 2012 年春末，金融危机的形势仍然不容乐观，严厉的、但也是必要的财政紧缩政策在欧洲大多数国家强制实施着，以致许多人失业，并且人们的生活水平也在下降。真正的风险还存在于欧洲单一货币将无法以现存形式幸存，以及一些发达国家也将会无力偿还债务。如果一个或两个这样的灾难性场景发生的话，投资者的确需要作出如何应对的计划。

即使欧元得以幸存，且主权债务能够偿还，投资者在未来几年仍然将会面临巨大的挑战。减少发达国家债务的过程在很长一段时间里还是会影响到经济的增长以及投资的回报。这一过程通常也被称为“去杠杆化”，它不仅对那些持有政府债券的人是一种风险，也会对每一个普通储户造成威胁。我们在过去几十年里已经获得的投资选择的自由也可能要受到威胁。

写这本书的目的之一是给读者在未来几年如何投资一些启发，其中的经验教训大部分来源于历史，但不仅仅是来自近期的历史。西方股市的困难时期不是从 2007 年的信贷危机开始的，而是在世纪之交就开始了。在过去的两个世纪里，也有规律地出现过一系列的股票“失落的时代”。我认为，这次自新世纪之后的时期只不过是离我们最近的一次。在这些“失落的时代”里，股票市场很可能需要挣扎上 15 年左右，直到股票真正地再次变得廉价为止。我相信，我们目前离那个低点仍然还有一段路程。

当问及当今发达市场的股票“失落的时代”何时有结束的可能，我认为要以近年来表现最佳的资产类别中的其中两个的前景来确定，即新兴市场股票和黄金。自 21 世纪初以来，新兴市场股票和黄金已经给出了出色的回报。现在这两种资产都得到了热情的追捧，对此，经验告诉我们，我们也应该持谨慎态度。不过，我相信，这些资产类别仍可能在未来具有至关重要的作用。

在未来的几年里，我们需要重建的不只是财富，还有对于金融业的信任。曾被大规模摧毁的这一信任可能比失去的资金更难恢复。投资大众忍受了一系列明目张胆的欺诈行为和金融不法行为，有一章我会专门探讨有关那些违法乱纪的人。公众对那些应该给予他们保护的人们，即中央银行和金融监管机构，也大失所望。我在此也对他们未来要扮演的角色提出最根本的质疑。

因此，本书中的章节分为两大类。前六章的主要内容是有关具体的投资和市场主题的展望：股票（第一章）、去杠杆化（第二章）、黄金（第三章）、新兴市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

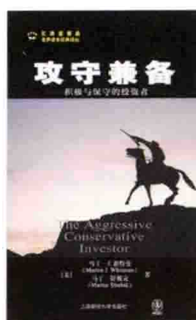
（第四章）、政府债务违约（第五章）和欧元（第六章）。后四章是解决一些更宏观的问题：投资者的恐惧（第七章）、监管规定（第八章）、骗子和受害者（第九章），以及中央银行的未来（第十章）。我这样分类以便读者或按章节顺序或选取独立章节阅读。

尼古拉斯·萨尔克斯
2012 年 7 月写于伦敦

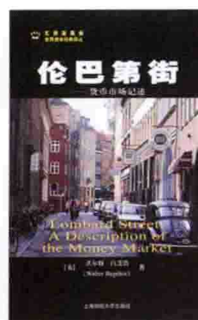
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汇添富基金·世界资本经典译丛

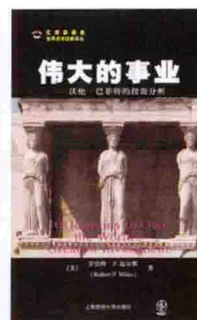
第一辑



《攻守兼备——积极与保守的投资者》
定价：39.00元



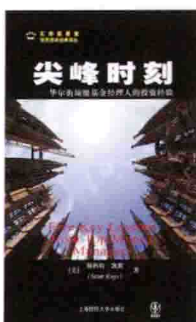
《伦巴第街——货币市场记述》
定价：25.00元



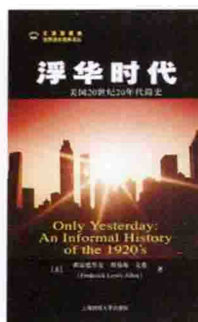
《伟大的事业——沃伦·巴菲特的投资分析》
定价：28.00元



《忠告——来自94年的投资生涯》
定价：25.00元



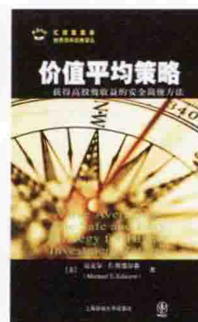
《尖峰时刻——华尔街顶级基金经理人的投资经验》
定价：30.00元



《浮华时代——美国20世纪20年代简史》
定价：35.00元

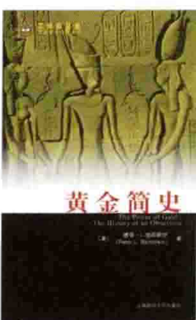


《战胜标准普尔——与比尔·米勒一起投资》
定价：29.00元

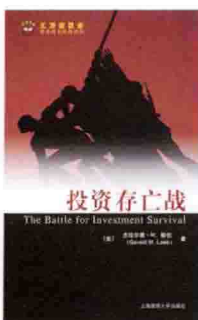


《价值平均策略——获得高投资收益的安全简便方法》
定价：29.00元

第二辑



《黄金简史》
定价：43.00元



《投资存亡战》
定价：32.00元

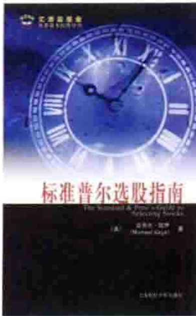


《华尔街五十年》
定价：30.00元



《华尔街的扑克牌》
定价：37.00元

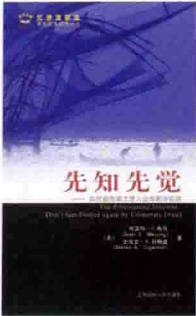
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



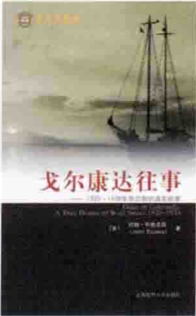
《标准普尔选股指南》
定价：31.00元



《铁血并购——从失败中总结出来的教训》
定价：42.00元

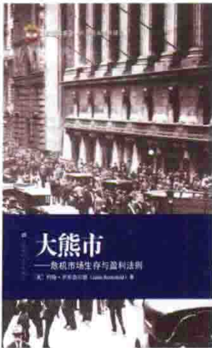


《先知先觉——如何避免再次落入公司欺诈陷阱》
定价：29.00元

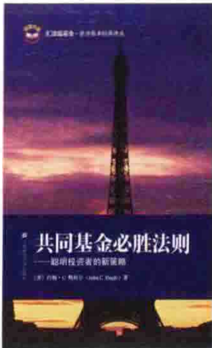


《戈尔康达往事——1920~1938年华尔街的真实故事》
定价：33.00元

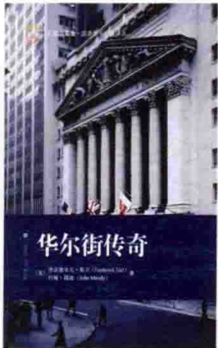
第三辑



《大熊市——危机市场生存与盈利法则》
定价：28.00元



《共同基金必胜法则——聪明投资者的新策略》
定价：42.00元



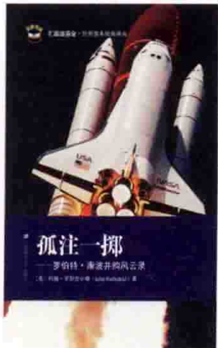
《华尔街传奇》
定价：26.00元



《智慧——菲利普·凯睿的投机艺术》
定价：28.00元



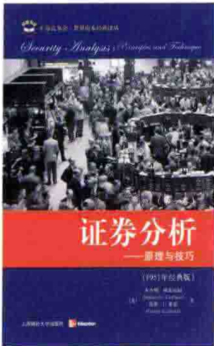
《投资游戏——一位散户的投资之旅》
定价：30.00元



《孤注一掷——罗伯特·康波并购风云录》
定价：32.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

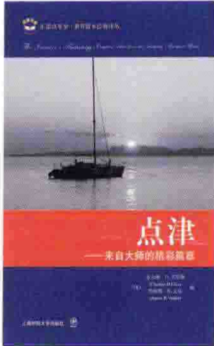
第四辑



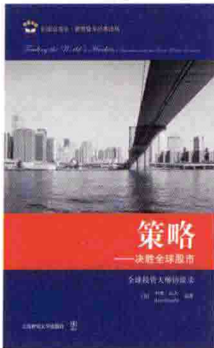
《证券分析——原理与技巧》（全二卷）
定价：92.00元



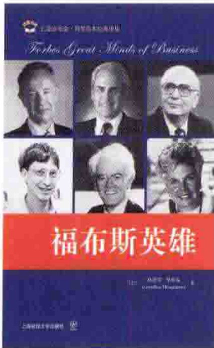
《股票估值实用指南》
定价：36.00元



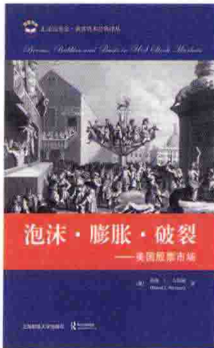
《点津——来自大师的精彩篇章》
定价：36.00元



《策略——决胜全球股市》
定价：31.00元

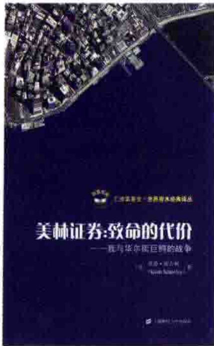


《福布斯英雄》
定价：24.00元



《泡沫·膨胀·破裂——美国股票市场》
定价：39.00元

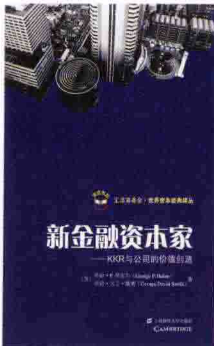
第五辑



《美林证券：致命的代价——我与华尔街巨鳄的战争》
定价：29.00元



《货币与投资》
定价：30.00元



《新金融资本家——KKR与公司的价值创造》
定价：30.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



《美国豪门巨富史》
定价：65.00元

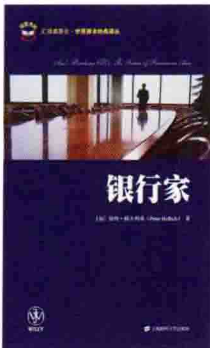


《交易员、枪和钞票——衍生品花花世界中的已知与未知》
定价：42.00元

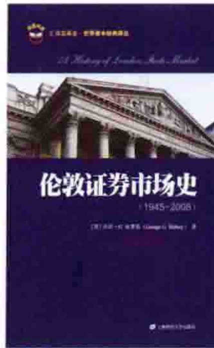


《货币简史》
定价：25.00元

第六辑



《银行家》
定价：36.00元



《伦敦证券市场史（1945～2008）》
定价：68.00元



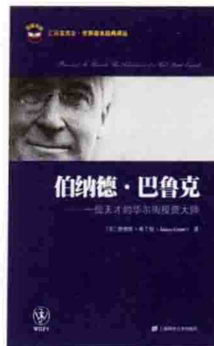
《巴里·迪勒——美国娱乐业巨亨沉浮录》
定价：36.00元



《投资法则——全球150位顶级投资家亲述》
定价：52.00元



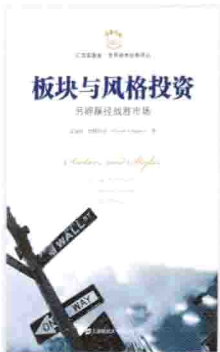
《睿智——亚当谬论及八位经济学巨人的思考》
定价：34.00元



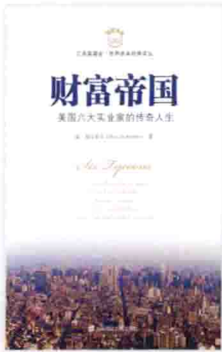
《伯纳德·巴鲁克——一位天才的华尔街投资大师》
定价：42.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七辑



板块与风格投资
定价：35.00元



财富帝国
定价：35.00元



股票市场超级明星
定价：48.00元



黄金岁月
定价：45.00元

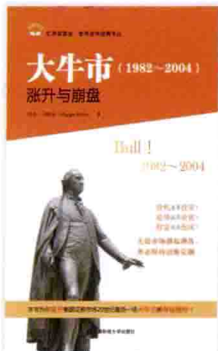


失算的市场先生
定价：47.00元



英美中央银行史
定价：49.00元

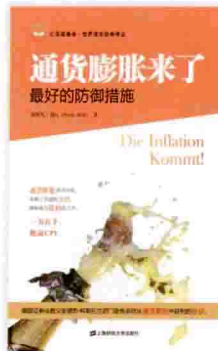
第八辑



大牛市
定价：56.00元

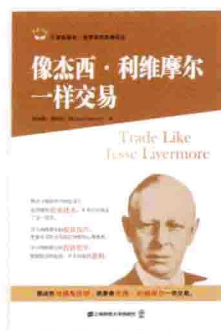


秘密黄金政策
定价：42.00元

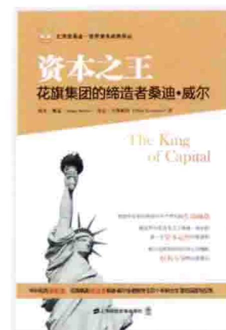


通货膨胀来了
定价：37.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



像杰西·利维摩尔
一样交易
定价：37.00元



资本之王
定价：45.00元

第九辑



矿业投资指南
定价：43.00元



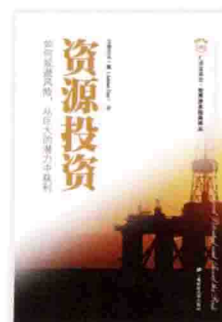
从平凡人到百万富翁
定价：45.00元



交易大趋势
定价：42.00元



像欧奈尔信徒一样交易
定价：48.00元



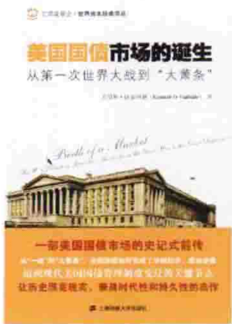
资源投资
定价：43.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十辑



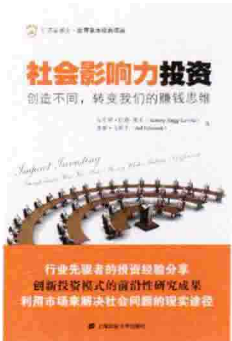
流亡华尔街
定价：37.00元



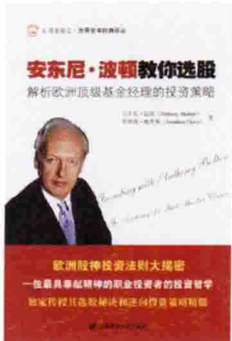
美国国债市场的诞生
定价：58.00元



欧元的悲剧
定价：39.00元

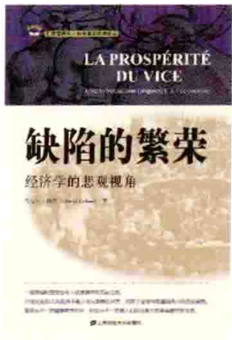


社会影响力投资
定价：42.00元

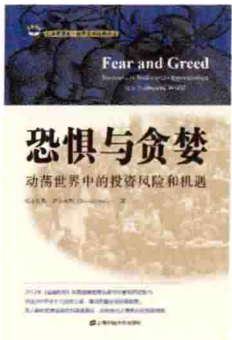


安东尼·波顿教你选股
定价：39.00元

第十一辑



缺陷的繁荣
定价：39.00元

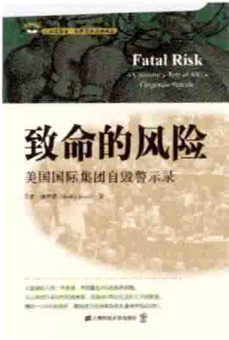


恐惧与贪婪
定价：40.00元

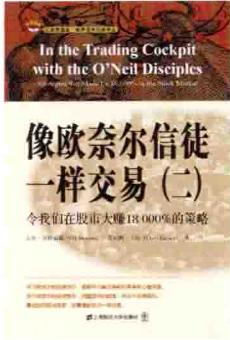


大交易
定价：38.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



致命的风险
定价：52.00元



像欧奈尔信徒一样交易(二)
定价：55.00元

上海财经大学出版社有限公司
地址：上海市武东路321号乙 邮编：200434 网址：www.sufep.com
电话：021-65904895 021-65903798 021-65904705 传真：021-65361973
汇添富基金管理有限公司
地址：上海市富城路99号震旦国际大厦21层 邮编：200120
网址：www.99fund.com 电话：021-28932888（总机） 传真：021-28932949

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

总序/1

致谢/1

引言/1

第一章　股票“失落的时代”/1
第二章　“去杠杆化”将会把我们拖垮吗？/15
第三章　黄金的辉煌前程/30
第四章　不要炒作：公正看待新兴市场/45
第五章　恐惧、拒绝和违约/60
第六章　欧元的未来/74
第七章　华尔街上的恐惧和憎恶/88
第八章　当监管法和监管者都失败时/104
第九章　金钱的道德风险/119
第十章　中央银行：保留、改进还是废除？/135

结论/154

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章　股票“失落的时代”

股票市场在经历了一个令人难忘的世纪后，遭受了长达超过 10 年之久的低迷时期，令许多投资者宁愿忘却那些不堪的记忆。1900～2000 年，尽管其间市场也有些跌宕起伏、让人不安的时期，但股票还是成为全球收益最好的资产类别。然而，自世纪拉开序幕后，在发达国家，股票投资收益明显令人失望，远不如大多数其他主要的竞争资产类别的投资收益了。

20 世纪初如持有全球价值为 1 美元的股票在 20 世纪末就已增值到 7 632 美元了。相比之下，在相同时期持有 1 美元的全球债券，则增值到 75 美元；而 1 美元的现金安全投资只增值到 54 美元。然而，之后的数据却出现了戏剧性的反转：在 21 世纪的第一个 10 年，即到 2010 年年底之前，1 美元的股票投资收益只增长到 1.09 美元，而相对应的 1 美元的债券投资则增长到 2.16 美元，1 美元现金存款则增值到 1.31 美元。[1] 股票投资的收益显然输给了其他资产的投资收益。

尽管在新世纪到来之后，股票投资收益惨淡，但人们对股票投资的狂热却丝毫未减。其信心的基石是：只要持股更长时间，股票就是最好的赌注。类似说法都出自于令人信服的学术研究的文章，如杰里米·西格尔(Jeremy Siegel)教授

〔1〕 Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton, *Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook 2010*, p. 178.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

写的畅销书——《股票的长期投资》(*Stocks for the Long Run*),此书甚至被誉为“买入并持有圣经”。[1] 毫无疑问,如今,支撑这种狂热的最普遍的信息是:自2000年以来就没有起色的股市应该很快就会复苏了。

与其顺从跟风、人云亦云,不如举出有力的例子对有关股票的正统说法进行质疑。的确有长期持有普通股票而成为赢家的,但也不乏长期持有却长期挣扎的。即使在美国——这个收益最好、已存数据最详尽的市场,从20世纪初至今已有4个时期,股票是先达到高峰、然后下滑,接下来需要经历一代人或者几代人的时间才能恢复到以前的巅峰期。我将把这个调整和恢复期称为“失落的时代”。

在股市历史中,相比发生过的其他事件,股票的“失落的时代”很少被提及。毕竟,那些令人吃惊的泡沫是人们更为津津乐道的,如20世纪90年代末人们对科技股的狂热和1987年10月可怕的股市崩盘。无人提及的结果导致普通投资者基本上不知道“失落的时代”的存在,更不用说其特征或起因了。原因是显而易见的,鼓吹股票狂热的最高领导们——都是来自主导当今金融业的银行和经纪公司——不愿过多讲述这些不便说的、但又很重要的例外。

不够老练的投资者也许更愿意跪拜和祈祷:自2000年以来就收益不佳的股市将会奇迹般地转变成一轮新的牛市。而认真的投资者则会深入研究历史。通过对之前的股市饥荒时期的了解,我们将能为对付最新的挑战做更好的准备,并相应地安排我们的投资组合。

那就让我们开始自问一下:准确地说,在股票市场中什么是“失落的时代”呢?

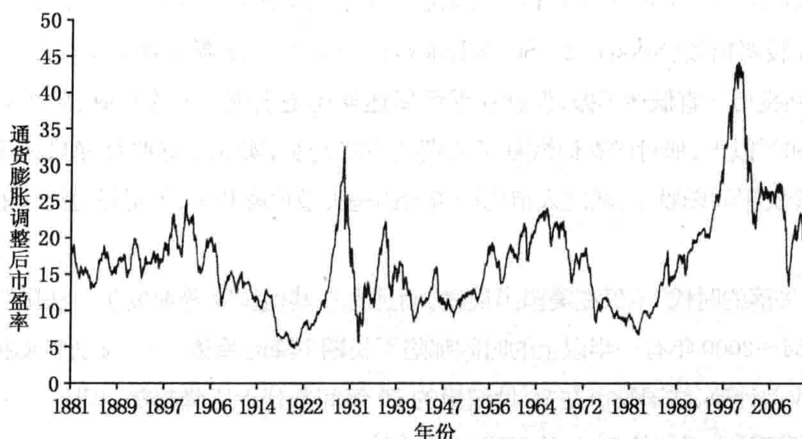
“失落的时代”的定义

让我们先来看一下美国股票的市盈率(PE):图1.1所显示的就是美国在过去140年左右的时间里每次通货膨胀来临之前的调整走势,那些调整时间段是一目了然的。从长期来看,股票走势明显是上升的,然而,市场走低或横盘整理的时间段也是很长的。“失落的时代”就开始于股票市场到达高峰之时,那个高

[1] Jeremy Siegel, *Stocks for the Long Run* (McGraw-Hill Professional, 4th edition, 2008).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

峰往往在接下来的许多年里都无法再被超越了。



资料来源：罗伯特·希勒[1]。

图 1.1 标准普尔 500 指数通货膨胀调整后市盈率(1881～2012)

然而，"失落的时代"的结束时间不像人们通常认为的那么明显。图 1.1 中显示了三次"失落的时代"中有两次的结束时间(分别是 1920 年和 1982 年)与股票市场到达绝对低点的时间一致，同时也是下一个上升期的起点。1929 年华尔街股灾之后，股票市场在 1932 年才触底，在接下来的时间里尽管也有几次或升或降的大波动，但是，本质上来说市场只是横盘整理的，一直持续到 1949 年，下一个新的持续上升期才最后到来，那时已经过去 17 个年头了。又过了 10 年，到 1959 年，标准普尔指数才最后到达其 30 年前的高峰。

按照股市从每一个顶峰到下一个主要的上升期开始之间的跨度来计算，20 世纪美国股市三次"失落的时代"分别持续了 14 年、20 年和 14 年。从前一个上升期的顶峰到绝对低谷，标准普尔 500 指数在每一次的"失落的时代"都在通货膨胀后流失市值 60%以上。再往前回顾，在 19 世纪早期的两次"失落的时代"里，股票的真正价值竟然分别流失一半和 3/4。有意思的是，发生在 20 世纪的三次"失落的时代"比 19 世纪的两次时间明显要长久得多，虽然市值损失程度相似，但 19 世纪的两次都在持续 7 年后就结束了。我们在之后的章节再讨论其可能的缘由吧。当然，在"失落的时代"也不是总是单边下行的，有时也会强力反弹

---

[1] 计算所依赖的股票市场数据源自罗伯特·希勒《非理性繁荣》(*Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2000; Broadway Books, 2001; 2nd ed., 2005)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。举例来说，1929～1932 年，恐怖的华尔街股灾发生之后，标准普尔指数竟然在 1935 年和 1937 年飙升了 132%，随后 5 年市值又回降了 60%多。在日本，日经 225 股票指数(Nikkei 225 Stock Index)在 1989 年一度飙升到最高点，之后的 20 年间股市一直低迷不振，但就在那段低迷期还是出现了五次反弹，股指重新涨回 50%以上，那时候看似恢复了长期的下降趋势，实际上这些反弹只是用来吸引投资者回归股市，随之入市的投资者还是失望地离开了，不用说也比以前更穷了。

“失落的时代”不仅在美国出现过，而且也在其他国家普遍发生。法国股市在 1854～2000 年有一半以上的时间都陷于长期下降的趋势。[1] 按通货膨胀调整后收益计算，法国股市在 20 世纪里的 50 年间都处于下降趋势，相比之下，同期的英国股市只持续 20 年的下降趋势。[2]

“失落的时代”为什么会出现

对于投资者来说，意识到“失落的时代”的存在是很关键的，但那只是第一步。更大的挑战是找出这些股票饥荒期出现的原因。当今的“失落的时代”在西方是 2000 年开始出现的，是随着科技股泡沫破灭而来的。因此，一种可能性就是以前的“失落的时代”也至少是某些泡沫破灭而引起的。

泡 沫

在 20 世纪 90 年代末期，人们对科技股、媒体股、通信股的狂热就是泡沫出现的一个很明显的例子。即使是在这个泡沫破灭之前，至少对于更有远见的投资者而言已是泡沫了。纳斯达克 100 指数(NASDAQ 100 Index)——也是如今热门行业里许多公司的栖息地——从 1995 年开始到 5 年之后的高峰期，一路狂飙，竟不可思议地增长了 1 092%。如此笔直攀升的增值本身也常常是一种预警标志：形势已经开始失控了。

当然，大幅上升的股价有时候也是合乎情理的，特别是在公司收益也以相应

---

〔1〕 感谢大卫·勒布里斯和皮埃尔—西里尔·奥特克尔教授让我使用他们将 CAC40 指数回溯到 19 世纪中期的数据。

〔2〕 Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton, *Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook 2010*, p. 90 and 163.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的速度增长时或者有很好的预期增长的理由时。但是，20 世纪 90 年代末期的情形却很难说是如此，就市盈率而言，不仅总体上美国的股票市场到达了估值的最高水平，而且许多人们当时热捧的高科技公司在某些情况下确实没有什么盈利，或者甚至可以说是没有年收益。

为了证明这种狂热投机是合理的，狂热投资者们声称游戏规则彻底改变了，像互联网这样的新科技就可能会是经济持续发展的潜动力。甚至还违背常识地说，股票比政府债券的风险要小，宁愿持股更多。传统上基于现金流的投资技巧被摈弃了，甚至还被当成落伍的技巧而遭冷嘲热讽。

除了股票价格的直线上升和鼓吹旧的规则不再有用的不实之说之外，其他泡沫的特征也在 20 世纪 90 年代末期明显显现了。对金融市场狂热的研究权威爱德华·奇斯乐(Edward Chancellor)也列举过泡沫的其他一般特征，包括泛滥的信贷增长，腐败和盲目信任当局有能力力挽狂澜等。[1] 这些特征在 20 世纪 90 年代科技泡沫中都很明显。

另一种现代的股票"失落的时代"是以大规模的泡沫破灭开始的。日本日经 225 指数在 1982 年夏天和 1989 年底之间暴涨了 469%。这一增长也是由不合理的低利率、宽松但常常是不负责的银行借贷、对日本企业和金融模式优越感的普遍信心共同促成的。

被称为"暴涨"的 20 世纪 20 年代的 10 年，这些因素也的确出现过。例如，宽松信贷掀起了在佛罗里达房地产的负债投机的热潮；同时，华尔街对像研发无线电和汽车等畅销产品的现代科技股的着迷是无法自控的。对投资前景的过分信心被现代经济学家欧文·费雪(Irving Fisher)概括为"股票投资已经到了看起来像永久稳定的阶段"，他之后也因此话而被人诟病，因为 1929 年的大股灾就在那三天之后到来了，也卷走了教授自己的很多财富。

称"失落的时代"来自于泡沫破裂的理论也有个大问题，因为美国 20 世纪的另外两次的"失落的时代"不是先于类似的狂热发生的。20 世纪 60 年代一些成长公司的股票确实增值了，特别是共同基金投资的原始股增值很好。但是，总体上美国股票市场并没有经历股价增长。

标准普尔 500 指数从 20 世纪 60 年代初开始上涨，到 1968 年达到高峰，增

[1] Edward Chancellor, 'China's Red Flags', GMO Working Paper (March 2010), pp. 1—3.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长了84%。由于共同基金的出现，新的投资者大量涌入股票市场，投资热情在20世纪90年代到达高峰，不知情的新股民有时狂热过头，荒唐到仅因一只股票与某一科技股名字或代码类似就会匆忙买入。

同样，尽管在20世纪初时股票市场已确实有泡沫出现的丰富证据(股票在1896年8月和1906年9月之间股票已经上涨了163%)[1]，但那与纳斯达克20世纪90年代的迅速走高不能比，也与20世纪20年代的美国股市的暴涨6倍不能比。当出现了当时某一主要金融机构的主席使用公司资产试图操控铜价市场时，股市最终遭遇了“滑铁卢”。

因此，泡沫在“失落的时代”里具有重要作用，常常出现在以往发生的“失落的时代”之前，但它们也不是能解释“失落的时代”出现的唯一原因。

估值过高

如果说泡沫也许不是总在华尔街主要的“失落的时代”之前出现，但估值过高确实是先于泡沫出现的。市场在1929年和2000年处于高峰期的时候，股票就明显看起来很贵。然而，在20世纪初期和20世纪60年代末期，股票的价格也明显很高。利用估值手法，把股票价格与收益、股息或公司资产相比较，就可以得出真实的结论了。当股票估值极高时，它们最终还是会回归到长期平均值的。当它们回归时，它们常常会回落到平均值之下。

历史上最受欢迎的测评股票价值的方式就是利用周期调整的市盈率进行测评了，这是由罗伯特·希勒推广的一种方法，他不是用通常标准的做法，即把股票市场的现价和最近几年的收益率相比较，而是比较市场现在的市盈率和过去10年的平均市盈率。这种方法的逻辑是可以清除许多经济周期扭曲的影响，从而为我们提供一个更可靠的意见。

自1881年以来，美国标准普尔500指数平均市盈率为前一个10年的16倍。每一个“失落的时代”之前，平均市盈率至少是24倍，或差不多超过长期平均市盈率的50%了。估值的绝对高度通常比市场本身的高峰来得早，有一次是提前五年出现的(如表1.1所示)。

[1] 计算所依赖的股票市场数据源自罗伯特·希勒《非理性繁荣》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1.1　　"失落的时代"的估值

高峰估值日期	长期市盈率估值	"失落的时代"开始日期	高峰的长期股息率(%)
1901 年 6 月	25.2	1906 年 9 月	4.4
1929 年 9 月	32.6	1929 年 9 月	3.7
1966 年 1 月	24.1	1969 年 12 月	2.9
1999 年 12 月	44.2	2000 年 7 月	1.1

资料来源:罗伯特·希勒。[1]

估值过高似乎在华尔街"失落的时代"发生时起到很重要的作用。我们不久将会看到,当股票市场明显被低估的时候,"失落的时代"将会结束。但是否还有其他的一些共同特点会引起"失落的时代"发生呢?

自 20 世纪初以来,在美国作为主要参战方参与的重要国际冲突中,每一次事件都起过重要作用,也就是说,第一次和第二次世界大战、越南战争,还包括最近的阿富汗战争、伊拉克战争都对"失落的时代"产生过影响。

当"失落的时代"内发生过重大战争时,不等于说是战争冲突导致了那些股票收益的欠佳时期。世界大战和反恐战争都是意外爆发的,是在"失落的时代"开始一段时间之后发生的。因此,在那个时候这些战争也许会加深那时股票市场的困难程度。如果真是那样,战争产生的另一后果——通货膨胀——可能会给股市带来损失。

通货膨胀

战争时期几乎总是通货膨胀的时期。为了满足战争开支,政府不仅仅靠发行债券和提高税收的方式,还通常采取印钞和操控利率的办法。这些策略导致的不可避免的结果就是不断提高物价,尤其是碰上史上大规模的战争冲突的时期,消费品就会短缺,物价必然上涨。通货膨胀是股票市场收益的最大的敌人。

人们普遍有一个错误的概念,就是认为股票总是一种防范通货膨胀的手段。据说是因为公司总是有权力提高价格,公司利润也因此能够和通货膨胀的步伐一致。从长期来看,这或许有一定道理,但高通货膨胀的短期爆发一般会对股票市场造成很大的损失。例如,在美国的股票市场,消费价格指数上涨已超过了

[1] 计算所依赖的股票市场数据源自罗伯特·希勒《非理性繁荣》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6%,然而,股票市场在那些年内的实际收益却都是负的。[1]

当我们仔细看看那些具体的年份时,通货膨胀和"失落的时代"之间的联系就会变得更明了了。自1900年以来,美国有23年的消费价格指数上涨是超过6%的,对于华尔街而言,除了一次例外,其他的高通货膨胀都是发生在"失落的时代"里的;也许不足为奇的,除3年外,其他高通货膨胀都是在美国中央银行(即美联储)1913年成立之后出现的。

美联储和中央银行

既然通货膨胀基本上是美联储和中央银行的产物,至少引发"失落的时代"的部分责任可以归咎到他们身上。之前提到华尔街19世纪初的两次"失落的时代"都比现代的"失落的时代"结束得早,其中原因之一可能就与美联储的干预有关系。当政府不横加干涉时,市场更能有效地调整到适当的水平。

如今,这个问题比以前更重要了。对21世纪初出现当今的"失落的时代",美联储采取接近零利率的应对措施,以致2003～2007年股票在牛市中增长了105%。2009年以来美联储采取的印钞手段也已经帮助实现类似的好结果,标准普尔500指数也在很短的时间内增长超过了100%。然而,危险在于美联储只是推迟了必然的破产和资产价格的下降。即使干预成功,也可能仅仅以一个将来顽固的高通货膨胀为代价,无疑还会对股票市场造成损失。

如何应对"失落的时代"

"失落的时代"为什么会发生值得投资者关注,但最重要的是找到应对的策略。我们要吸取的第一条历史教训显然是:我们不能简单依靠"买入并持有"的策略实现在那些时期期盼的投资回报。在20世纪"失落的时代"期间,标准普尔500指数通货膨胀调整后年度资本回报率平均为-3.8%。

当然,所有的投资者都意识到资本收益只是投资的部分内容,充分了解股票在"失落的时代"期间的表现,我们还需要考虑股息、特别是再次把股息投资到股票市场的效果。在持续投资期间,真正令你的投资组合增长的还是取决于把获

[1] 计算所依赖的股票市场数据源自罗伯特·希勒《非理性繁荣》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得的股息再投资的效果。一旦把再投资的股息计算在内，发达国家的股票市场所有股票的业绩看起来会好看很多，即使在“失落的时代”期间也是如此，一旦把再投资的股息计算在内，标准普尔500指数年度投资回报率在“失落的时代”期间平均就上升到了－1.5%。不过即使在这样重新估算后业绩有所提高的情况下，“买入并持有”的策略在“失落的时代”期间也不是明智之举。

那么，投资者该怎么做呢?

拓展新兴市场

当然，我们没必要一直只局限于投资美国股票市场或其他任何单一的股票市场。如今我们能够轻而易举地在异国他乡进行股票投资，这比过去任何时候都方便。以前“失落的时代”的经验让我们想到我们的确应该考虑那样做。虽然“失落的时代”常常同时在众多的市场出现，但还是有一些国家的股票不仅能在那些时期内幸免于难，而且按绝对价值计算还能赚到钱。

20世纪30年代，当经济增长和世界贸易以惊人的速度萎缩时，那个大萧条时期的“失落的时代”最早见证了全世界股票市场一致下降的惨景。然而，当时的一些新兴股票市场不久就出现了明显的反弹，实现了更好的投资回报。例如，澳大利亚和新西兰在1930～1940年的实际年度投资回报率分别是3.5%和2.2%；而相比之下，同期的标准普尔500指数年度投资亏损为－3.5%。[1]

华尔街在1968～1982年的“失落的时代”也出现了同样的情形。亚洲股票市场的表现远远胜过西方国家的股票市场，包括美国、英国和更广泛的欧洲大陆的股票市场。日本当时是处于从新兴市场向成熟市场的过渡期，与标准普尔500指数年度投资回报率只有0.4%相比，它在通货膨胀前实现年度投资回报率上涨了13.6%(按美元计算)。与此同时，中国台湾实现年度投资回报率为11%，中国香港则高达18.1%。

对于西方投资者来说，即使他们敢于冒险并有远见卓识投资新兴市场，在过去进入新兴市场要比现在要困难得多。现在的投资者可以轻易通过在当地证券交易所的交易所交易基金投资遥远的海外资产，这样的产品在20世纪70年代是不存在的，另外，外汇控制和其他方面的限制也让许多人无法投资任何其他的

---

[1] Dimson, Marsh, Staunton, *Global Investment Returns Sourcebook 2010*.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

海外市场。

我们现在确实享受到投资新兴市场的自由了，但这个策略不像上一代人使用起来那么奏效了。其中一个原因是：世界经济和许多金融市场比20世纪70年代更紧密地交织在一起了，贸易壁垒被解除了，跨国资金流也或多或少不再受约束了。这些情况对经济增长以及投资自由都有好处，但同时也意味着股票市场之间的联系更趋向于紧密了。

自2000年以来，华尔街在最近的"失落的时代"期间投资新兴市场得到的回报率很高。从21世纪开始到2011年底之前，追踪26个新兴市场国家的股票市场业绩的MSCI新兴市场指数在通货膨胀后上升了47%，而同期的标准普尔500指数实际上下降了36%。

但是，在当今的"失落的时代"最糟糕的时候，新兴市场实际上比华尔街下降得更厉害，2007年10月～2009年3月，中国、印度和巴西这三个现代的最令投资者兴奋的股票投资市场，在痛苦的熊市中调整，其业绩表现按美元计算都比标准普尔500指数差。换句话说，当我们更多要求投资多样化收益时，拓展海外市场在特定时期也会是让我们失望的一种方式。

债券和现金

在"失落的时代"分散我们的股票投资风险最好的办法是把目光投到股票市场之外。正如当我们在这一章开始提到的一样，既然华尔街最近进入了一个长期消沉低迷阶段，投资美国债券和现金倒也不失为一种好的选择，毕竟它们曾经证明过是比较好的投资品种。这和日本的情况类似，投资者持有长期或短期的政府债券，尽管这些资产收益不是很高，但也算是获得了不错的回报。

20世纪30年代，美国、英国、法国和许多其他国家都因为大规模债务崩溃而遭受了股票价格下跌。在这样的环境下，高质量的债券很明显成了赢家。美国政府债券在1930～1940年间实际获得了7%的回报。像每一次大规模战争爆发时一样，在第二次大战开始时，通货膨胀又一次席卷美国，债券在那10年间每年度的损失仅为2%。

投资债券和现金是否成功还取决于"失落的时代"具体的性质。1982年结束的上一次的"失落的时代"还涉及剧烈的通货膨胀，之后，美国长期政府债券在20

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世纪70年代中每年度损失为1.7%，同样的短期国债一年的损失是0.95%。[1]

正如2012年一样，通货膨胀在美国和其他发达国家正演变成严重的问题。事实上，人们普遍认为通货紧缩的威胁更严重，因此，中央银行会采取零利率和印钞策略。然而，形势也是会瞬息万变的，先是通货膨胀，接踵而至的也可能就是通货紧缩了。我们在"失落的时代"可能会经历两个极端，这一点并非匪夷所思。如果那样的话，通货紧缩通常对于债券和现金投资是有好处的，而通货膨胀对于这类投资则会带来负面影响。

"失落的时代"的黄金投资

尽管2000年以来，通货膨胀还没演变成一个严重的问题，但黄金已经成为目前的"失落的时代"表现最好的投资品种了，它的价格在新千年开始时是每盎司286美元，到2011年9月前已经飞速上涨到每盎司1 925美元了，这已达到了每年真正收益率为13.7%的水平。这令人惊讶的表现就是由廉价资金推动的。当银行利率下降时，黄金投资的春天便会到来了。

把最近这些年黄金投资的突出表现和以前华尔街光景不好的时候黄金投资的表现相比较是有点困难的。在20世纪前70年的大部分时间里，黄金价格基本上是由政府法令确定的，这也反映了历史上黄金是用来支持美元和其他货币的。因此，从20世纪10年代的"失落的时代"、大萧条以及最近的低迷时期来估算持有黄金的收益不是完全实际可行的。

不过，黄金在上一次的"失落的时代"开始时就变成可以自由买卖的资产了，在1968年就开始交易了，并在20世纪70年代通货膨胀时期被证实为一种非常好的投资，1980年初创下了当时的最高纪录，每盎司达875美元，是10年前价格的25倍多，2012年初，按实值计算，黄金价格已经超过了它在1980年所创下的纪录，按现在的货币计算等同于2 420美元左右。如果目前的"失落的时代"进入通货膨胀阶段的话，黄金就有机会等同或超过那个价格。

识别"失落的时代"的结束

对于"买入并持有"型的投资者，股票市场的"失落的时代"似乎是遥无尽头

[1] Dimson, Marsh, Staunton, *Global Investment Returns Sourcebook2010*, p. 172.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，然而，那个结束的时候最终还是会到来的。很显然一个赚大钱的机会也会随之出现，那些有幸在20世纪20年代、50年代、80年代投资美国股市的投资者，就能够证明那是千真万确的。那么，如今的"失落的时代"结束会是什么样的呢?

"失落的时代"的持续期

就时间而言，华尔街目前的长期损失期到2012年初已经持续了12个月。现代的最短的"失落的时代"的持续期不到14年，然而历史上平均持续期是15年左右。在此基础上类推，美国和其他发达国家的股票市场还会有一段时间的低迷期。

股票的估值

一个更重要的线索可能来自于股票的估值。我们已经知道"失落的时代"常常是开始于股票估值过高，所以它们也会在股票真正被低估的时候结束。当下一个股票长期上涨的时期开始时，我们就视为"失落的时代"结束了。上面提到了三个具体情况，即20世纪20年代、50年代、80年代的"失落的时代"，下一个股票市场长期上涨的时期都是在标准普尔指数周期调整的市盈率下降到个位数才开始的。可以看一下表1.2中的具体数据。(尽管下一个牛市在17年后才出现，但是1932年的市盈率已经是5.6倍了。)

表1.2　　"失落的时代"结束时的估值

"失落的时代"结束日期	结束时估值(长期市盈率)	结束时估值(股息率)
1920年12月	4.8	6.1%
1949年6月	9.1	6.2%
1982年8月	6.6	6.4%

资料来源：罗伯特·希勒。

华尔街自2000年到达巅峰之后，还没有回落到上一个"失落的时代"结束时的低点。标准普尔500指数在现阶段的"失落的时代"最黑暗的2009年里下落到最低点，其交易指数的长期市盈率是13.3倍，这是前一个"失落的时代"结束时的平均估值的2倍还多。当关注股息率时，我们也会发现同样的情况，每一次"失落的时代"到达底部时股息率都会上升到6%以上，相比之下，自2000年以来，最高的股息率才达到3.2%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通常我们会听到一些股票经纪人说：我们可能不会再看到像过去主要的低迷期那样令人沮丧的估值记录了。毕竟，美联储现在似乎认为把支持股票市场当作它授权的一部分了——或者说至少作为其理想目标了，因此会在困难时期向股市注入资金以维持估值稳定增高。然而，这些政策也会引起通货膨胀的危险，那样几乎可以肯定地说最终还是会破坏估值的。

长期的平均估值在如今变得不重要的观念听起来和运用不同的逻辑来为股票泡沫辩解一样令人不舒服。我们只需要回顾一下费雪(Fisher)教授的声明，他在 1929 年宣称华尔街已经到了"永久稳定的阶段"。对于极端的估值会如何返回到其过去的位置，我们应该看一看近期日本的例子。

20 世纪 70 年代，日本股票市场的平均股息率是 2.2%。不久，股票市场的泡沫在 1989 年 12 月破灭了，股息率还一直紧缩，最后只有 0.4%了。日本股息率直到 2002 年还一直维持在 1%以下，自那之后才迅速恢复到泡沫出现前的水平。

债券价格、铜价以及市场波动性

除了估值之外，我们还能够找到其他的信号帮助我们判断"失落的时代"可能在什么时候结束。拉塞尔·纳皮尔(Russell Napier)从他对 20 世纪大熊市的精辟研究中发现，债券价格、铜价以及投资者动向都可以提供暗示。他特别指出铜价、政府债券和企业债券都趋向最低点时，就会先于股票市场出现上涨，他还建议要关注伴随股票换手率低的股市的最后一次暴跌。[1]

公众情绪

要判断股票何时太过失衡，我们不仅需要很多资产价格和估值的必要暗示，也值得审视一下更多公众情绪所反映出的客观证据。1979 年 8 月，在上一次"失落的时代"接近尾声的时候，《商业周刊》刊登了一则封面故事，题目为"证券之死"，是有关悲叹股票市场前景黯淡的，文章结束时引用了一个年轻的执行总监的话，他说"你最近去参加美国的股东大会了吗？他们全都是老顽固。股票市场本不该是现在的情形。"[2]

---

〔1〕 Russell Napier, *Anatomy of the Bear* (Harriman House, 2007).
〔2〕 The Death of Equities, *Businessweek* (13 August 1979).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约瑟夫·肯尼迪(Joseph Kennedy)——美国证券交易委员会(American's Securities & Exchange Commission)的第一任主席,也是肯尼迪(JFK)的父亲,因在1929年股市大崩盘之前卖掉了他所持有的所有股票而名声远扬。他最为人熟知的一句话就是:当给他擦鞋的小伙计开始给他股票投资秘籍时,他吓坏了,才不得不放弃自己所有的股票投资。当最底层的大众也开始不假思索地投身于股市投资之中时,其实股市盈利的秘密就被彻底泄漏了。

当大众几乎不愿再谈论股票的话题时,当前的"失落的时代"就到了尾声的传闻被证实的时候了,当真的出现那种情形的时候,其实也就到了我们重拾股票投资热忱和信心的时候了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章 “去杠杆化”将会把我们拖垮吗？

“去杠杆化”是一个很令人讨厌的概念。好在在金融界之外很少听到这个词。对于普通人来说，这几乎是一个陌生的词，但如今“去杠杆化”的进程多多少少影响到我们每一个人了。信贷危机的灾难降临之后，发达国家就开始了降低巨额负债以维持现有增长水平的长期而痛苦的任务。

“去杠杆化”进程很有可能是接下来的许多年里最典型的金融主题之一，将会影响可预见的未来经济增长，可能对我们的态度和行为的影响会更长久些，还有可能导致我们如今所享有的某种自由受到限制，特别是与我们如何投资相关的自由。所以，我们最后可能不仅自由会减少，财富也会减少。

负债包括什么？

如果我们想自我保护，避免遭受“去杠杆化”带来的最坏结果，首先需要明白我们的负债都包括些什么。对于“去杠杆化”进程最有可能怎样演绎，众说纷纭。一些人认为，西方国家将会被负债累累的枷锁束手束脚，长期遭受停滞不前、物价下降之苦，就像 20 多年前的日本一样；还有些人认为政府会竭尽全力减轻会引发恶性通货膨胀的负债危机的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如今那些难以掩饰的美国债务数据确实看起来让人难以置信。靠近纽约时代广场不远处悬挂着一个巨大的电子广告牌,时时更新提示美国国家负债和每个公民应承担的份额。(在写本书之时,这两个数据分别为:15 441 792 468 925美元和49 447.17美元。)像这样的负债提醒警钟最近几年在互联网上倍增,数据也经常出现在主流新闻媒体的头版头条。

经济学家通常会把一个国家的债务负担和它的经济规模作比较。例如,如果我们把美国政府、美国家庭和美国公司的总债务加起来,2012 年初的总额大约是美国经济规模的 3.5 倍[1],就金额而言,美国绝对是最大的负债国,但却不是杠杆比率最高的国家。在发达国家中,日本和英国的债务总额已经达到它们各自国家经济规模的 4.5 倍多了。

举债的程度

然而,64 万亿美元问题就是负债太多所代表的影响力了。负债太多导致的最后风险就是无力偿还,或者说连利息也偿还不了了。这在过去的两个世纪里一直是新兴经济体里普遍让人沮丧的现象。卡门·莱茵哈特(Carmen Reinhart)、肯尼斯·罗格夫(Kenneth Rogoff)和米格尔·萨瓦斯坦诺 (Miguel Savastano)都认为信贷历史糟糕的国家在外债总值上升到他们经济规模的 20 倍时可能会举步维艰了。[2]

如今,负债过高的时代发展到不仅仅是新兴市场国家持续拖欠债务的地步了,美国、英国和日本的债务累积如山,如果换作新兴经济体,很久以前就可能崩溃了,然而,这三个国家的政府仍能够在任何时候从任何国家以最低的利率贷款。假定这种情形可能无限期地持续下去,那将是很危险的。

即使能够以最低的利率从世界上任何国家贷款,日本在 2011 年还是不得不把将近一半的税收拿出来偿还贷款。假如这个国家长期借贷的费用提高 1 倍,从大约 1%提高到稍高于 2%的正常水平或更多一点,很显然它将会面临严重的紧缩,就是逻辑上可能会被迫缩减开支和提高税收。由于人口迅速地老龄化,在日本缩减公共开支可能会有困难;另外,提高税收也会抑制本国长期衰弱的经济

[1] US Federal Reserve, Flow of Funds Accounts of the United States.
[2] Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff and Miguel Savastano, "Debt intolerance", MPRA Paper No. 13932, (March 2003).

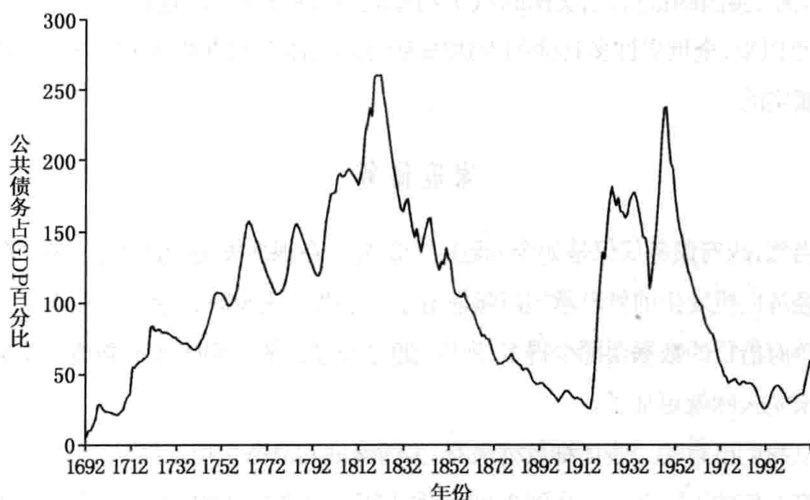
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长。

对经济增长的影响

一旦政府债务相对于经济规模来说变得庞大而难以处理时,通常会损害经济增长。根据莱茵哈特和罗格夫研究数据,当发达经济体总的公共债务低于60%时,其国内生产总值(GDP)的增长每年平均只能达到3.4%。但是,当总的公共债务上升到90%以上时,国内生产总值会萎缩1%或更多些。对于新兴市场,负债过高可能在公共债务水平更低的时候——大约在60%的时候,就真正开始对经济增长造成损害了。[1]

这种情形在发达国家过去某些时候比现在更为糟糕。例如,就英国而言,在很长一段时间公共负债净值平均超过了相对的经济规模的100%(如图2.1所示)。当然,现在的英国经济和19世纪时的情况有很大不同了。让我们看一下20世纪的情况吧,公共负债显然在很长时间里远远超过现在的水平,但最终还是在国家履行债务的情况下降了下来。



资料来源:www.ukpublicspending.co.uk。

图2.1 英国公共债务净值占国内生产总值的百分比(1692~2011年)

[1] Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, "Growth in a Time of Debt", *American Economic Review: Papers and Proceedings* (January 2010).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

负债之后接着减债的循环周期可能可以追溯到像这样的正式记录开始出现之前。债务循环的证据在《旧约全书》(*Old Testament*)就有过记载:《利未记》(*Leviticus*)的25章10节里指的是每50年要庆祝的大赦年,那一年在古老的以色列国家里债务会被一笔勾销,土地权利会被归还给原主。

负债的起因

特别感谢莱茵哈特和罗格夫收集的权威数据,随着时间的推移,我们对债务循环的概念比以前更清晰了。但是,首先要弄清楚的是:什么原因造成了债务增长?传统上来说,政府债务会因为支出重要战争费用而明显增长。例如,20世纪英国国债的飙升就反映了在那个世纪里其卷入两次世界大战的战争开支是巨大的。

自2001年以来,尽管英国,特别是美国在进行反恐战争中花费巨大,但是,他们各自的国债增长主要是因为金融危机。主要的开支是救助其受信贷危机影响的企业:英国的银行业,美国的汽车制造业、抵押贷款的房地产和银行业。自2007年以来,全世界许多其他的发达国家的公共债务也在螺旋式上升,这基本上是属实的。

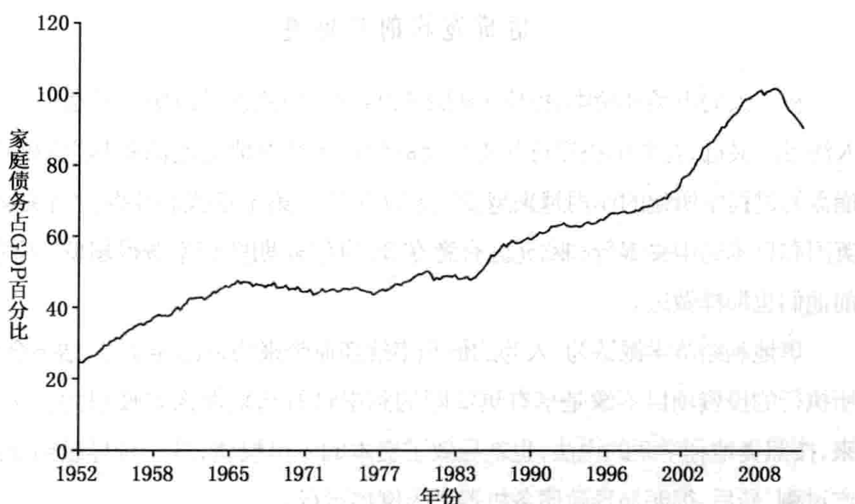
家庭债务

当然,政府债务仅仅是如今问题的一部分。在很多发达经济体里,公司和家庭在经济危机发生前就已承担巨额债务了。因为过去及时记录下的私人债务数据比政府借贷的数据要稀少得多,所以,通过与过去情况相比较来弄清楚债务链条的来龙去脉就更难了。

从我们已有的一些详细数据来看,美国家庭的债务负担已经从1951年占国内生产总值的1/4以下上升到2009年底占国内生产总值的101.6%了。个人债务量不断增加的长期趋势是显而易见的(如图2.2所示)。从长期来看,英国家庭的债务负担也越来越重了。在最近的几十年间,西班牙、法国和韩国也在步其后尘。

大规模的家庭借贷可以算是一个现代现象。传统上来说,个人债务有很多社会的烙印。在英国维多利亚时代,也包括同期的全世界其他国家,那些无法付

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:美国资金流数据(US Flow of Funds)。

图 2.2　美国家庭债务占国内生产总值的百分比(1951~2011 年)

清他们的税收、房租和债务的人会被送进债务人监狱,即使是在 1869 年废除债务人监狱之后,一直到 20 世纪,社会对于债务仍然持保守和反对的态度。

私营企业债务

私营企业债务的数据可能不像政府借贷的数据记录那么长久和详细,但随着时间的推移,公司借贷狂热的事实证据也出现了。耶鲁大学的欧文 · 费雪教授在 20 世纪 30 年代所写的著作中提到了定期出现的债务推动的繁荣和破裂,在 1837 年是以房地产、棉花和交通为中心;1837 年以铁路和农场为中心;更有名的是发生在两次世界大战之间的早期房地产、汽车和无线电为中心的繁荣和破裂。[1]

关于私营企业债务驱动的繁荣的理由,欧文 · 费雪教授暗示说最普遍的解释是他们察觉到了赚大钱的新机会,包括发明、矿藏发现或重新开放曾经关闭的市场或开发异地市场等。他还提到如赚钱容易等其他主要的原因。如果信贷宽松,他说人们就很容易被诱惑"借钱、投资和投机"。

[1] The Debt-Deflation Theory of Great Depressions, Irving Fisher, *Econometrica*, 1933.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信贷宽松的可能性

在今天的市场环境中，把债务循环归罪于宽松的货币政策的看法似乎很引人注目。最近，有关中央银行和更广泛的银行系统在债务泡沫和其之后的债务崩盘的过程中所起的作用越来越受到密切关注。第十章我们要探讨有关美国、英国和日本的中央银行和欧元区有意在 21 世纪初期把利率调得超低，不过，之前他们也那样做过。

奥地利经济学派认为，人为的低利率给商业带来的是误导信号，结果会导致所执行的投资项目不像是享有更实际的利率时看起来那么有吸引力。这样一来，按照奥地利学派的说法，也就导致了资本的不良投资，进一步导致商品的生产过剩，最后，很明显导致债务机器进入倒挡运行。

债务推动的繁荣转变成萧条

债务推动的繁荣和萧条的切换可能是整个过程中最令人难以理解的部分了。许多年来，公司和家庭似乎对日积月累的债务增长很满足，然而，突然间，他们的行为发生了重大改变：贷方想方设法收回部分贷款，而借方也绞尽脑汁减少债务。

“这一转变过程是突如其来的”的说法是一种有趣的可能性解释，它来自于一个社会经济学家先驱——罗伯特·J. 普莱切特(Robert J. Prechter)，或者说是来自于对社会心态学的研究。[1] 这个思想学派认为社会心态是经济繁荣的驱动器，但反过来是不成立的。以这种观点来看，经济繁荣和常常随之而来的债台高筑，是社会中的积极心态导致的，而不是在债务增长中引起了积极心态。最终，社会的心态在没有任何明显的事件触发就转变了，于是衰退出现了，债务要偿还了。

普莱切特的这种可能性的解释确实引起了一个关于缺乏明显事件触发的有用观点。但是，也许我们应该寻找的不是单一的明显的触发事件，比如像吸引公众视线的破产或其他的经济冲击，而应该聚焦在投资过程本身内部的某一个不起眼的引爆点。

---

[1] Robert Prechter, *Conquer the Crash: You Can Survive and Prosper in a Deflationary Depression* (John Wiley & Sons, 2009).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"明斯基时刻"(Minsky Moment)是一个有用的概念,这一概念来自美国经济学家海曼·明斯基(Hyman Minsky)的著作中。在繁荣期,投资者承担巨额贷款风险投资购买用来投机的资产,当这些资产的现金流不足以还贷的时候,投资者被迫清算债务并偿还债务,"明斯基时刻"就产生了。例如,2007 年,在美国、英国和欧洲大陆出现了很多想投机的房地产投资客,他们后来发现交定期房贷很困难了,导致房产价格下跌和违约,也给不堪重负的贷方带来了严重伤害。

对社会造成的心理影响

正如"去杠杆化"的过程会给经济带来巨大影响一样,这样的事件经历也会对社会造成持久的心理影响。那些在战争期、大约在美国经济大萧条时期出生的一代人被《时代》(*Time*)杂志 1951 年的封面故事称为"沉默的一代"。他们的主要特点是"沉默寡言、谨小慎微、漠不关心、缺乏想象力和无冒险精神"。这代人的个性特点部分是由于那挥之不去的艰辛的童年生活对他们造成的影响。

许多"沉默的一代"一生都保留着他们生长在 20 世纪 30 年代金融危机时期所养成的习惯,包括坚持缝补旧衣服而不买新衣服和不喜欢借钱消费等。信贷危机的一代也会受到类似的影响吗?在 2009 年年中,也是在英国从大萧条以来最为严重的经济衰退中复苏之际,有人在英国国内进行了一次调查,调查表明小到七岁的孩子都能察觉到父母经济上的烦恼,不大会缠着父母买玩具。[1]

虽然要断定这种影响最后是否会在短时间消失还是结果更严重还为时尚早,但似乎他们很有可能不会发展得太糟糕。首先,与大萧条时期相似,20 世纪 30 年代的经济危机在全世界大部分地区都发生过,程度上要严重很多倍。举例来说,美国的经济在 1929～1932 年缩水了 30%,超过 20%的人失业;比较而言,美国经济从 2007 年末期到 2009 年中期缩水了 5%,失业率只是 10%多一点。

对于那些受如今的债务危机影响最严重的人来说,与大萧条时期受害最深的人经历也是迥然不同的。20 世纪 30 年代的福利规定在大多数发达的国家里是很低的甚至是不存在的。一些失业的美国人被迫住在棚屋区,依靠慈善机构提供食物。相比较而言,在现代英国和其他发达国家,失业者可以享受到的福利

[1] Credit crunch hits 'I want' generation-The Scotsman, 11 July 2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

待遇常常可以让他们维持比低收入人群更舒适些的生存条件。

最近几年,美国和英国负债累累。消费者必然已经偿还了部分个人贷款。美国的未偿还信贷到 2011 年 11 月为止从 37 个月下降到 32 个月。在英国,无担保的客户贷款在 2011 年缩减了 4%,现只有 2 170 亿英镑。[1] 然而,困难时期的债务偿还不能证明它曾经有深远而持久的拒绝贷款的文化。

而且,消费主义现在仍然深深地植根于发达国家和新兴国家。如今的广告比任何时候都高端复杂、深入人心。人们想拥有设计师设计的饰件和高科技装备的欲望仍然十分强烈。在 2011 年 10 月,美国和英国似乎再次不认真地对待经济的不景气,遍及全国的顾客都在苹果专卖店门外排起了好几个小时的长队,为的就是想花上几百美元、能够在第一时间拥有最新一款的苹果手机。这与大萧条时期形成了对比,那个时候人们排几个小时的长队只是为了购买食物。

政府对危机的处理

政府对信贷危机后果的处理方式也可能会影响未来几年人们对债务的态度。在 20 世纪 30 年代,许多发达国家政府对付经济衰退的办法是:立刻进行严格的平衡预算并保持他们的货币和金价牢牢地联系起来。现在的做法则截然相反,政府利用刺激措施和银行业救助增加贷款,同时通过印钞增加通货膨胀。

这不仅仅是经济上的政策区别的问题了。政府处理这两次危机还隐含了道德信息。在 20 世纪 30 年代,强调平衡预算和健全货币是官方认可的节俭和负责任的表现。如今采取的救助和通货膨胀结合的措施则体现了政府为做出错误决定的公司和个人着想的慷慨大度。

在欧洲和美国,政府对金融行业采取的大规模国家援助已经引起了很多争议。经济学家警告说那样做会引起"道德风险"的问题,身处其中的银行家们将会在未来更加不顾后果地冒险借贷和投机,因为他们相信如果他们做错了,政府还会再次伸出援助之手。普通老百姓当然同样也会那么认为,当纳税人的钱被拿来支持那些已经有特权的人时,人们会强化一种隐含的观念:不负责任的行为反而得到回报了。

现在政府为大量减少近几年产生的债务而做出的举措同样会在社会对待债务

[1] US Federal Reserve, G. 19 statistical report; UK Debt statistics from Credit Action, February 2012.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的未来态度上产生深远的影响。信贷危机爆发之后的几年里，有关如何完成"去杠杆化"的过程，人们展开了激烈的辩论，成功减债不仅要从理智上保持意见一致，更要有面对很多未知危险的勇气。最终成功的尝试应该在经济上有更大改善。

如何减轻债务

随着时间的推移，社会的债务负担可以通过三个主要的方式减轻。首先，经济的真正增长可以减轻债务相应的规模，或许也能偿清债务；另一种可能性是经济的规模通过通货膨胀的方式人为地增长，而债务保持不变；还有一个可选方式是：债务人可以重新谈判或拖欠不还。

这些不同的可选方式之间并不是互相排斥的。当经济自然增长时，通货膨胀也通常会出现，这样就可以同时通过两种方式缩减债务了。还有一种可能是：即使经济增长和通货膨胀都是显而易见的，债务缩减也可以通过拖欠不还或重组债务的方式来实现。

经济经历真正的增长以扫清债务负担是最理想的结局，但如果债务如山，就难以通过这样的方式偿清了，这一点在莱因哈特和罗格夫的研究中得以证实。在债务形势严峻的时候，通常自然的倾向是会导致通货紧缩式的崩溃。20 世纪 30 年代的大萧条就是一个经典的例子。

1929～1932 年的暴跌发生后不久，欧文·费雪鉴于一系列后果解释了通货紧缩式的债务崩溃。首先，投资者寻求一次性还清债务，就会采取忍痛出售的方式，导致银行信贷缩水和货币存量下降，接着价格下降又挤压利润，导致资产价值降低。交易合同减少和生意萧条导致工人下岗，继而导致全方位信心不足和钱财积蓄。当价格下降时，利息成本实际就增加了。

自费雪时代之后，经济学变得更加复杂了，但他的基本观点仍在产生共鸣，他写到："通常经济学上可以简单地采取通货膨胀的方法把价格水平提高到平均水平来停止或阻止萧条时期，平均水平就是由目前的债务人签订和由目前的债权人假定的未偿还债务的水平，然后维持那个水平不变。"[1]这样的逻辑鼓励着西方的中央银行采取大量印钞或量化宽松政策来应对最近这场危机。

---

[1] Irving Fisher, 'The Debt-Deflation Theory of Great Depressions', *Econometrica* (1933).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过通货膨胀减债

尽管量化宽松政策不是新鲜的观点，但在最近几年实施的规模堪称前所未有。2008～2011 年，美联储凭空制造了 2 万亿美元的资金，用以购买美国政府债券和其他资产，因此把资金注入到美国的金融系统。英格兰银行(The Bank of England)更是热衷于这种方式，竟然令人吃惊地拥有了 1/3 的 2012 年初发行的英国政府债券。尽管巨额债务拖累着美国和英国的经济增长，但到目前为止通货紧缩基本上还是被避免了。尽管在 2009 年消费者价格指数在两个国家很快变成负增长了，但通货膨胀率自那时起又转变为正增长了。在英国，中央银行采用激进的印钞策略，2011 年零售价格指数的年增长率实际达到了令人不安的 5.1%。

1946 年的实例

我们仅仅需要回顾一下发达国家政府在最近几十年间用通货膨胀的方式减债的最近的一个实例，我们也不妨分解一下所发生的细节。美国在 1946 年由于第二次世界大战出现了 2 710 亿美元的联邦债务，相当于 GDP 的 122%。这个负债在接下来的几十年逐步减少，在 1981 年达到战后低点，只相当于 GDP 的 31.8%了。[1]

美国在战后立刻偿还了债务总额 2 710 亿美元中的一部分，精确地说是到 1948 年以前偿还了 190 亿美元。然而，之后一直到 1980 年，联邦债务总额除了其中 4 年之外都在增加。甚至在那 4 年中，债务下降最多的那一年的幅度也只占其中的 0.8%，既然美国没有拖欠债务，因此，美国战后的减债完全都是通过其他方式进行的。

“去杠杆化”进程的最重要的两个因素是经济增长和通货膨胀。1950～1981 年，美国经济从 2 750 亿美元增长到 31 950 亿美元，增长了 1 061%。除去通货膨胀，经济只增长了 211%。[2] 在这个时期，通货膨胀对完成去杠杆化的进程起到了比较重要的影响。

---

[1] Figures courtesy of www.usgovernmentdebt.us.
[2] US Federal Reserve, Flow of Funds Accounts of the United States.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这样的时期,世界最大的经济体也毫无例外,它也成为现代社会里其他国家通过制造通货膨胀处理债务的标准了。能够随心所欲地印自己国家的货币是这种策略的关键。这种策略在第二次世界大战前的时期很难实施,那时许多国家的货币都和黄金绑定在一起。因此,通货膨胀如今对于政府来说是个很重要的工具,也是一种在如今的形势下他们不愿意放弃的工具。

维持低于通货膨胀率的利息率

政府利用通货膨胀来抵消债务的一个关键要素是确保维持利息率低于通货膨胀率,那样就可以帮助降低已有债务的真正价值,同时可以使新债务的成本降低。举个例子来说,在2010～2012年初25个月里有23个月,英国政府长期借贷的利率是低于英国零售物价指数通货膨胀率的,同期,美国国债的真正收益也转变成负增长了。

如今,通过通货膨胀来减债的目的在这两个高债务国家是再清楚不过了。然而,奇怪的是,还是有很多人认为西方国家伴随着物价下跌注定要经历长期的停滞不前,就像日本曾经在20年中的绝大部分时间经历过的一样。为了支持他们的说法,他们还举出了美国、英国和德国政府债券超低的收益的例子来证明经济增长的前景是多么令人不乐观。

2007～2012年,债券收益低也确实有经济增长疲软的事实因素。但是,前所未有的中央银行大量购买债券当然也在很大程度上扭曲了前景,他们明确的目的是保持债券收益率在最低水平,否则,将很难准确确定债券的价格和收益,这样做还是为了政府方便。

考虑到政府长期且不体面地试图通过操纵货币的方式解除自身债务负担,我们必须考虑的问题是:特别是一旦通货膨胀变成一个更顽固的问题时,为什么投资者还愿意继续在未来几年持有政府债券呢?最有可能的回答是一些投资者实际上已经是不得已而持有政府债券了,也或许是随着事态发展没有太多的选择权了。

金融抑制

"金融抑制"(Financial Regression)的概念首先是由爱德华·肖(Edward

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Shaw)和罗纳德·麦金农(Ronald McKinnon)推广的，这两位都是20世纪70年代美国斯坦福大学的教授。“金融抑制”描述的是国家干预信贷市场，为了自身的利益操纵信贷资金流的过程。例如，一个负债累累的政府可能把利息率调低到通货膨胀率之下，这样就可能用法律阻止国内的投资人投资国外市场，而迫使他们把资金借给政府。[1]

金融抑制的过程导致大量的政府债务随着时间的流逝而化为乌有。卡门·莱因哈特和M. 贝伦·史班西亚(M. Belen Sbrancia)在2011年发表的一篇论文中预估英国和美国在1945～1980年每年清偿的债务相当于GDP的3.4%。[2]除了维持利息率低于通货膨胀率以外，金融抑制的主要手段还包括货币调控，限制银行存款的利率和用法律手段迫使机构投资者持有一定数量的政府债券。

自1980年以来的几十年间，投资者享受到了越来越多的金融自由，一直到2010年的这段时期，通货膨胀率也通常低于现金储蓄利率和政府债券利率，这也使得投资者能够在那些投资的资产上获得相当好的收益。如此一来，发达国家的政府也很乐意放宽许多他们以前对一些产品投资的限制，也让他们的公民有可能投资。

例如，直到1980年，英国的投资者才不被严格控制在海外投资。之前，甚至是度假者也需要凭借护照上加盖的特殊印章，才有特权把很少量的英镑换成其他货币带到海外。而如今我们可以把钱立刻转到遥远国度的某一个经纪公司账号上，很轻松地在世界上任何地方投资，也几乎可以投资我们喜欢的任何产品。因此，在20世纪70年代有严格限制的条件下，那样的投资回报似乎是很难想象的。

在发达国家中，许多下一步要采取的压制政策不可避免地将会把银行和养老基金作为目标。这些机构会被迫持有一定数量的政府债券以达到资金充足的规定。在2012年以前，这些机构一直都是那些工具的自愿买家。欧洲中央银行(ECB)把几千亿欧元借给商业银行，那些银行动用了其中大量的借贷增加他们对政府债券的持有率。

在紧张时期，当银行真正热衷于通过持有政府债券支持他们的资产基础时，

---

[1] www.stanford.edu/～mckinnon.

[2] Carmen M. Reinhart, M. Belen Sbrancia, “The Liquidation of Government Debt”, National Bureau of Economic Research Working Paper 16893.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一切都是健康的、有益的。当之后通货膨胀演变成一个问题时,这种主张可能就不那么有吸引力了。政府也许就会采取要求银行和其他一些机构持有更多政府债券,甚至会禁止他们投资其他更有吸引力的领域。

这些措施当然不是仅仅针对大公司的限制条款。普通大众——那些银行和养老基金的客户们——其实就是最终金融抑制的承受者,金融抑制对个人投资自由也起了作用,几乎也是不得不削减其投资的自由。或许我们还没意识到,所需的实施限制的策略是平稳地、悄悄地在我们周围落实到位的。

怎样落实金融抑制

自从30年前上个世纪的金融抑制实施以来,科技进步使得抑制措施落实起来更加容易了。现在,银行系统大量使用计算机,几乎所有的账单支付都可以电子化完成,这样对于政府监视交易活动、确保无人规避新规定都更加有实效了。

同时,金融规则在国际间比以前更加和谐,实施起来比以前更加严格了。银行和其他机构也必须主动地把交易上报到当局。在很多地方,强制要求提供用于重要投资的资金来源证明,如购置房产等的资金证明。很多这样的变化是以反洗钱的名义得以实现的,特别是和反恐战争有关联的。

大部分人不知道,欧洲的法律已经为在欧盟和世界其他地方之间资金流量的限制做了规定。当某成员国面临收支失衡的危机时,欧盟委员会有权实施“保护措施”,如外汇管制。[1] 在这种情况下以往处理经验一再表明,很有可能暂时的措施很容易变成永久的。

欺骗是政府金融抑制武器的军火库中的又一种手段,并且是已经开始付诸于实践的手段。当美国消费者价格指数(CPI)在近期明显处于低位时,有关这个数据的可信度引起了质疑。消费者价格指数在过去的几年经历了很多变化,从整体方法到如何计算的细枝末节都有涉及。许多改变受到官方关注,也使得消费者价格指数更具有代表现实的意义。

怀疑论者反驳说CPI改变背后的基本宗旨是压制真相而不是揭开真相。影子政府统计数据(www. shadowstats. com)对很多美国政府数据的关键要素表示怀疑并提供自己对立的计算结果。网站的创始者坚持认为:如果2012年通货膨

[1] Nigel Foster, *Blackstone's EC Legislation 2006－2007*, 17th edition, p. 32.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胀率的计算方法和 1990 年的一样，那么，2012 年的通货膨胀率就是 6%以上，而不是 3%以下。

官方操纵数据可能在美国只是个看法不同的问题，但在别的国家已经是个事实了。希腊为了争取到进入单一欧洲货币俱乐部的入场券而故意低估自身的赤字规模；阿根廷的克辰那政体（Kirchener regime）大幅度低报通货膨胀率，并干扰当地敢于提出与之相抵触的数据版本的统计学家。如果这些做法风险够大的话，几乎很难想象最发达的经济体这样做的影响。

明确投资策略

如果去杠杆化在接下来的几年里继续沿着现在的通货膨胀之路走下去（这看起来几乎是不可避免的了），我们需要明确相应的投资策略了。我们已经从上两个世纪的金融史中得到了相当好的启示，也知道了关于哪些资产在价格不断上升的环境中能更好地幸免于难、收益更丰厚，而哪些资产做不到了。

当美国、英国和日本政府债券的价格保持同 2012 年初时的记录一样高的时候，这些债券和其他类似的投资很有可能在之后的几年损失惨重。第二次世界大战后的减债见证了政府和公司债券遭受了严重的损失。1946～1981 年期间被说成是美国的“长期熊市债券市场的全盛期”，在政府不断走向成熟的 30 年，债券损失了 83%的价值。[1]

人们普遍认为，股票市场是对冲通货膨胀的利器。这一点在通货膨胀长期稳定存在时是有道理的，但当高通货膨胀在短期爆发时却不然。总的来说，在战后利用通货膨胀进行减债时，股票表现得比债券好；但它们在 20 世纪 70 年代以及 20 世纪 80 年代初在失控的价格增长期间受到了重挫。历史上，一旦美国的消费者价格指数上升到 6%以上，美国股票市场通常会出现负的年投资回报率。

相比较而言，当上一次通货膨胀出现问题时，许多商品价格暴涨。众所周知黄金和其他贵重金属特别能够在通货膨胀失控的环境下保值。这些资产自从新世纪到来之际就备受追捧，价值飙升。尽管投资者已经大大抬高了它们的价格，但如果在一段时间维持实际利率为负值时，它们可能还是会进一步上涨。

---

〔1〕 Sidney Homer and Richard Sylla, *A History of Interest Rates* (Wiley Finance, 4th edition, 2005).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在接下来的去杠杆化的时期识别出受欢迎和不受欢迎的投资可能是这个游戏中最容易的部分，最大的挑战可能是随着金融抑制加剧，我们还能够实施我们的想法。当我们想为我们的资金寻找合适的投资出路以求灵活避税时，在某些情况下很容易违反法律，因此雇用法律顾问不久就会和雇用最精明的基金经理一样重要了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　黄金的辉煌前程

英国伦敦西部韦斯特菲尔德购物中心(Westfield Shopping Center)是一个当代消费主义的殿堂。300 多个独立店铺几乎可以满足人们所有可能的物质需求和欲望。像普拉达品牌的服装和其他独立设计师的作品都能在这个"中心"里的商场时髦贵宾区找到。走出这个豪华的贵宾区,可以说一切应有尽有,购物者们可以买到从女式内衣到牙齿美白产品、从玉米卷到水疗等任何商品和服务。

人们还可以在韦斯特菲尔德买到黄金。除了一个令人印象深刻的珠宝专区以外,还有销售名表和钢笔的商店,在那里人们也可以以投资为目的购买到黄金。在一个不起眼的购物一角,在自动取款机和饮料兜售机旁边就可能有一个很特殊的黄金自动售货机。这是一个数字化的奇妙装置,里面摆设着一系列可供挑选的闪闪发光的黄金商品,从重量为 1 克的黄金圆片到 1/4 千克重的金条都有,价格和官方的伦敦市场价格一致,并且每隔 10 分钟价格还会更新一次。

人们或许可以认为自动售货机本身是商家销售的噱头,但黄金投资的趋势似乎绝不是昙花一现的时尚。黄金的价格一直在稳步攀升,从 1999 年每盎司 253 美元的低价,一路飙升到 2011 年秋季每盎司 1 925 美元的历史高价,共上涨了 661%。与此同时,MSCI(摩根士丹利资本国际公司)世界指数的股票的收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率仅为20.9%，10年期美国政府债券的收益率为121%。[1]

对黄金的钟爱

人们热衷于以黄金的形式持有财富实际上可以追溯到几千年以前。最早的金币是在公元前7世纪被发现的，地点是现在的土耳其的西部，不过，人们使用黄金作为一种价值储藏手段甚至可以推算到更早的时期。在之后的几千年，这种金属在货币和储蓄中比其他任何的资产所起到的作用更持久。

黄金的历史悠久而辉煌，如今的投资者中也有一大批为之痴狂膜拜的追随者。如果听到那些忠实信徒谈起黄金的话题，你就会很自然地认为黄金有超自然的属性。黄金通常会被追捧为"唯一的真正的货币形式"，是通货膨胀和通缩时期的保护伞，也是战争、恐慌和自然灾难发生时期的避难所。

当然也有相当多的"异端者"抓住每一个机会谴责黄金：黄金一直扮演的是不同的"野蛮的遗迹"，它以前作为货币的作用阻碍过经济增长，还不必要地加深了经济萧条，又是险恶和阴暗的势力寻求统治世界的手段。一些批评家不予理会黄金最近的上涨，只把那当作盲目的投机，并认为最终注定要以悲剧收场。

在未来几年，无论是崇拜或是憎恨，对于确定黄金在我们投资策略中所起的作用这一真正重要的问题都没什么帮助。相反，我们必须重新考核黄金的效能，特别是它和其他资产之间的关系。据此，我们可以决定黄金可能的发展前景，以及如何更好地拥有这种金属。我们将之后再来详述，现在我们应该先看一下黄金和通货膨胀的关系。

黄金和通货膨胀

除了黄金高雅的色泽之外，它最吸引人的地方可能是它的稀缺性。据世界黄金协会称，在人类历史上，至今从地球上开采提取黄金的总量仅为165 000吨。[2] 如果将全部的黄金一起融化后打造成一个大金块，它的尺寸也只是20立方米。现在，总的黄金供应量增长很慢，每年也只有大概1.5%的增长。

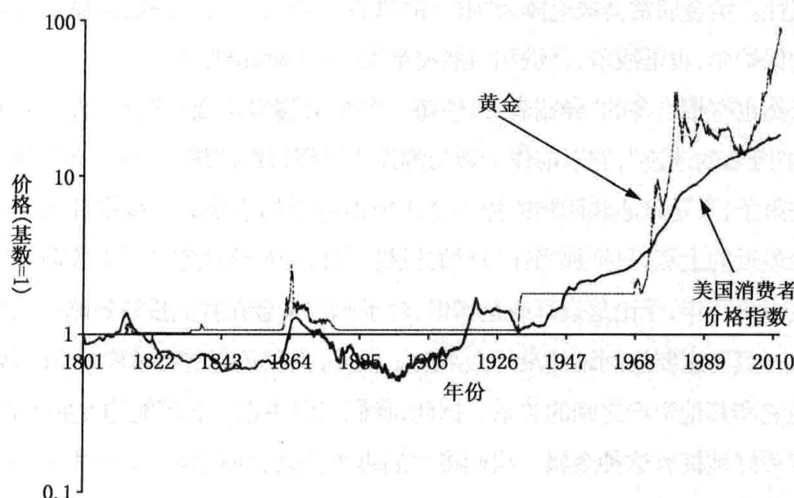
---

[1] Datastream：MSWRLD$，BMUS10Y，GOLDBLN.
[2] www.gold.org/investment/statistics.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄金的稀缺和纸钞的丰富形成了强烈的对比。自从 2007 年的信贷危机开始以来，全世界的中央银行为了维持严重受损的金融体系的正常运行，以前所未有的速度加印新货币。仅在美国，广义货币 M2（一种货币供应量的计量）从 2007 年 6 月的 7.4 万亿美元猛增到 2012 年初的 9.8 万亿美元。甚至这些政策的支持者们都承认在某一时刻存在着加剧通货膨胀的危险。

经过一段时间以后，黄金和通货膨胀的关系变得很令人困惑不解，也许不仅限于一些故意的错误信息了。图 3.1 显示的是 1801 年的黄金价格和美国消费者价格指数，两者都是以基线 1 开始的。2012 年 2 月，黄金的价格上涨了几乎近 90 倍，然而，同期的美国消费者物价指数只上涨了 18.5 倍。因此，说黄金的价格在很长一段时期远远超过了通货膨胀的尺度是正确的。



资料来源：《投资者年鉴》（*Investor Chronicle*），罗伯特·希勒。

图 3.1 黄金和美国的通货膨胀（1801～2011 年）

然而，说黄金通常随着通货膨胀而上涨却是完全错误的。美国消费物者价格指数在 20 世纪 80 年代和 90 年代期间温和而稳定地上升，但黄金的价格实际上在那个时期有一半的时间是下降的。这也表示出，在相当长的时期里，那些为了保护自身不受通货膨胀的影响，而把信心放在黄色金属上的投资者一直是非常失望的。

在这一点上，黄金的狂热者最喜欢用这样一句话反驳：当面对居高不下的高通货膨胀短期爆发时，黄金就真正迎来了属于它自己的春天。经典的轶事发生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在20世纪60年代末和70年代，那个时候通货膨胀在很多发达国家、甚至不只是在发达国家失去控制了，美国通货膨胀率飞速上升，到20世纪70年代末，一年的通货膨胀率超过了10%，那时，黄金的表现确实很抢眼，从1976年末到1980年1月上涨了8倍，接着，当美联储和其他中央银行对通货膨胀采取强硬措施时，金价就暴跌了。

然而，很难把21世纪初期的黄金牛市归功于通货膨胀。从1999年夏天到2012年1月之间，美国的消费者价格指数平均维持在一个很适中的2.5%的水平，之后在仅仅两个月里上涨就超过了5%。在2009年大部分时间里消费者价格指数甚至都是维持在温和的负增长。通货膨胀似乎在世界其余的大部分地区也都被抑制住了，包括欧元区的中心、瑞士和英国。而与此同时，日本的物价也下跌了。

利息率和通货膨胀率之间的关系

在此，关键事实不是通货膨胀本身的简单存在，而是投资者是否因为通货膨胀而得到了适宜的补偿。20世纪70年代，通货膨胀在很多国家都一直超过了利息率。例如，1974～1980年，美国消费者价格指数的年增长率超过了3个月短期国债收益的90%还多，购买政府国债的储蓄者因此都无一例外地受到惩罚了。

我们也已经清楚地看到，这种不幸的情形在20世纪80年代和90年代完全被逆转了。美国国债的利率比同期的通货膨胀率高出94个百分点。当这样的情形持续时，尽管总的来说利率上升得还是比较温和，持有政府债券的储蓄者还是得到了适当的补偿。在此期间，黄金却损失了超过了2/3的价值，就其购买力而言甚至损失得更多。

尽管黄金在1999年夏天触底，但是直到2001年5月才真正开始持续好转。这个日期正好与通货膨胀率再次开始领先于美国的利息率的时间不谋而合。在2001年之后的11年里超过一半以上的时间，美国国债的收益率都比通货膨胀率要低，从2007年底之后还更低些。

恶性通货膨胀

恶性通货膨胀是通货膨胀最极端的一种，因此也是无法补偿的通货膨胀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有时候，恶性通货膨胀是以通货膨胀在过去的3年以100%的比率上升的情形而确定的，黄金的狂热者常把恶性通货膨胀说成是一个特定的情景，针对那种情景，黄金在接下来的几年里可以成为保护利器。有几个遭受了这样灾难的国家似乎对这个观念很支持。

最近的一个例子发生在津巴布韦。这个国家在21世纪的第一个十年就遭遇了恶性通货膨胀的打击。2008年底之前，津巴布韦的通货膨胀率飙升到5 000亿%[1]，而利率仅仅上升到了1 000%，显然是达到了无法补偿的通货膨胀水平。很显然，那个时期拥有黄金的津巴布韦人是唯独可以不受失控的价格影响的。黄金是以美元标价的，美元也相对于津巴布韦币而言价值飙升，被广泛用于日常货币和存储货币。

通货紧缩

黄金的倡导者也常常声称黄金在通货紧缩和物价下跌时可以提供庇护。从历史上来说，这一点也完全属实。在19世纪，美国经历了很长一段时间的通货紧缩时期，那时黄金的购买力大幅度增长。在20世纪30年代早期的大萧条时期也出现了同样情况。从1929年华尔街崩盘的那个晚上到1939年欧洲爆发第二次世界大战期间，每盎司的黄金购买力增加了112%。

不幸的是像这样的数据是毫无意义的。在美国通货紧缩发生的所有历史时期，黄金实际上是一种货币形式，其价格主要是由政府颁布法令规定的。例如，在1929年，政府规定每盎司黄金售价为20.67美元。当消费者价格指数下跌时，黄金保持每盎司20.67美元意味着它的购买力其实是增加了。接着，在1933年，美国政府突然颁布法令规定黄金的价格现为每盎司35美元了，一夜之间，黄金的购买力增加了2/3。

如今，黄金和纸币的那种关联很显然已成遥远的往事了。1970年尼克松总统最终切断了美元和黄金的关系，黄金的价格现在是由市场力量所决定的，因此，回顾以前黄金作为货币使用时期的情形当然是一种误导，那时候黄金价格在某个时间被规定好了，然后几十年都保持固定不变，现在提及只是引以为戒而已。

---

[1] “Zimbabwe Central Bank threatens action on interest rates”, Reuters, (31 July 2010).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果现在大规模的通缩危机爆发了，尽管历史上的黄金价格可能对于确定黄金的走势没有多大的帮助，但是仍然有人认为黄金会在通缩时期繁荣。通缩危机通常是由债务推动的泡沫导致的。当很多借贷者，可能包括一些政府，打算拖欠债务的形势变得很明朗时，投资者对纸币失去信心，便寻求持有可避险的其他现金形式，在那些情况下，黄金就可能是最好的避险选择了。

在全面的通货紧缩的情形里，人们对纸币失去信心的主要原因和官方对物价下跌最可能的回应方式有关系。西方国家的中央银行如今很害怕通货紧缩。当美国的消费者价格指数在 2009 年的前十个月变成负增长时，美联储魔术般的变出 1 万亿美元，用来购买各种贷款和政府债券。

美联储在 2008 年 11 月就开始疯狂购买了，那个时候通货紧缩仍然只是人们害怕发生但还没有真正出现的时候。也就是在那个时候，黄金价格从当年 3 月的全年的最高价格 1 034 美元下跌了 1/3，但是，一旦美联储表明愿意为了阻止物价持续下跌做出行动时，黄金开始强势反弹，仅仅在 3 个月内，就恢复到了接近前期价格的最高纪录。

由于美联储的及时行动，2009 年的通货紧缩历时不长。1 月份消费者价格指数是处于负增长的，但全年的消费者价格指数表示的通货膨胀率从 11 月份变成正增长，之后就一直保持着。但是，这个通货紧缩期太短了，不足以令我们得出任何合理的结论。相反，日本则自 20 世纪 90 年代起一直遭受物价下跌，在 1995 年经历了短期的通货膨胀后，通货紧缩的问题从 1999 年初就变得很明确了。

日本最严重的通货紧缩期正好和黄金的牛市同时发生。以本地的货币计算，黄金的价格在 1999 年初是每盎司 33 143 日元。在接下来的 13 年里，消费者价格指数下跌了大约 3/4。然而，黄金的价格却在同期一路表现出色，在 2012 年初之前达到了每盎司 140 410 日元，增长了 324%，尤其是在 2002 年和 2005 年，当消费者价格指数迅速下跌的时候，黄金价格却一路上升。

很显然，不能只是因为黄金在日本的通货紧缩期间大涨，就得出通货紧缩是黄金大涨的原因的结论。没有证据表明，日本人在最近几年的任何时候疯狂购买过黄金。事实上，正相反，据估算日本在 2010 年是黄金的净卖家，总共卖出量达 78 吨。日本家庭对于通货紧缩采取的应对措施是购买本国政府债券和在银行里储存现金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动荡时期的黄金

无论是以通货膨胀还是通货紧缩表现出来的物价不稳定都令投资者担心受怕,但是,那些还不是仅有的原因,当遇到战争、政局不稳定和自然灾害等其他情况时,经常给金融市场带来一阵阵的紧张不安。有句流行的至理名言是说:黄金在那样的特殊时期是最理想的投资。

这种对黄金的态度是由英国著名的投机商吉姆·史莱特(Jim Slater)在1974年的金融危机期间总结出来的。在那个时候,罢工和恶性的通货膨胀使英国处于瘫痪状态,下决心向富人征税的"社会主义"政府刚刚上台执政,在一片混乱中,甚至还存在着军事政变的微弱余声,史莱特先生给人们的著名建议是"考虑购买一辆自行车、一支枪、一罐烤豆和克鲁格金币[1](南非仅用于投资的金币。——译者注)"。

毫无疑问,黄金在某种特别极端情况里是极其重要的持有物。在20世纪30年代和40年代,逃避了纳粹统治的犹太难民大多失去了生意和家园,没得到或很少得到了补偿;但几个拥有金币或金条的犹太人在逃跑的时候都带走了他们的财富。

黄金在最近紧张时期的表现

黄金在最近高度紧张时期的表现似乎相当稳定。表3.1中所呈现的是在过去的几十年黄金在一些最令人震惊的国际大事件发生时的表现。

表3.1　　黄金在最令人震惊的国际大事件发生时的表现

	1979年苏联人侵阿富汗战争	1986年切尔诺贝利核电站爆炸	1987年黑色星期一,股市崩盘	1990年科威特战争	2001年恐怖分子袭击美国	2003年美国进攻伊拉克	2011年日本大地震
黄金前后10天的表现	39.8%	0.61%	2.8%	11.12%	5.64%	-5.39%	2.38%

[1] Philip Aldrick, "1974? Now that was a bear market", *The Daily Telegraph* (27 July 2002).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

苏联入侵阿富汗战争期间黄金的表现尤其抢眼,但这也是有些误导的,因为黄金在那时候已经处于投机泡沫中最后的疯狂阶段了。在1987年股市崩盘的最糟糕的那一天里,以及在1990年萨达姆·侯赛因(Saddam Hussein)袭击科威特的时候,黄金也确实都是很有用的持有资产。

对于我们这一代人来说,“9·11”恐怖主义分子袭击美国的事件是一个典型。暴行过后,金融市场重新启动,像股票这样有风险的资产大幅下跌;而相反的,黄金几天后则从9月10日的价格每盎司247美元激增到每盎司296美元。当投资者明白过来时,黄金又返回到了原来的价格水平,但是,2001年12月之后却又义无反顾地上涨了。

当然,像这类事件的特征就是它们通常是突如其来的,几乎没有人能立刻在它们发生之前购买黄金。因此,最好的解决方案是让黄金成为我们投资持有的资产中长久固定的选项。鉴于黄金和其他资产的关系,尤其是和股票市场的关系,那样做会特别有意义。

黄金相对于其他资产的表现

股票

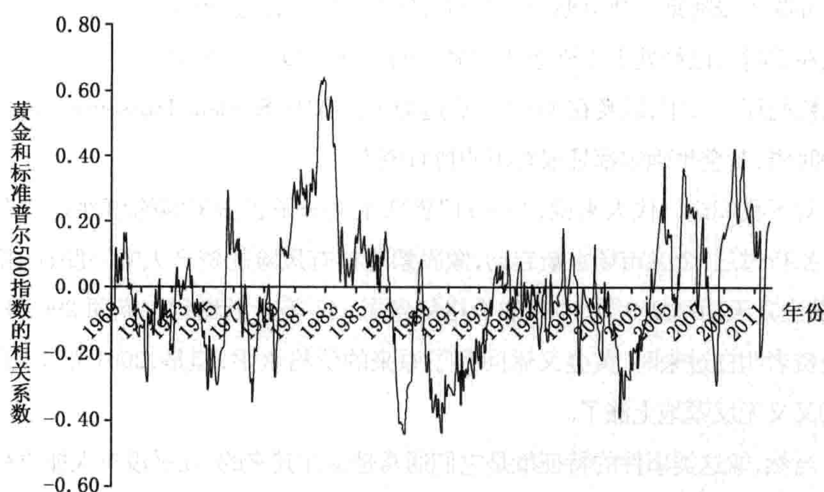
自从1969年黄金可以自由交易以来,它和股票的关系常常很薄弱或者甚至可以说是相反的。图3.2显示的是黄金和标准普尔500指数在整个交易历史时期里每12个月的相关系数。系数1表示两个价格走势完全一致,而系数-1表示它们的走势完全相反。

黄金和美国股票市场的关联系数很少超过0.4,事实上,关联系数常常是负的,这样的关系使得黄金成为一个很好的平衡股票投资风险的优质资产,反之亦然。

人们对黄金普遍的指责是:从长远来看,投资黄金的收益比股票要差得多。1900年在全世界范围内投资1美元在股票上的收益到2011年底扣除通货膨胀后,增长值是344美元;但是,投资黄金的收益实际上只有2.78美元。[1] 股票

〔1〕 *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2012*, p. 57.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:数据流公司(Datastream)。

图 3.2 黄金和标准普尔 500 指数连续 52 周的关联系数(1968～2011 年)

高收益的主要原因是将获得的红利收入再投资的结果。而黄金没有产生什么收益,实际上还需要花钱储存。

货币

当考虑黄金和股票的关系的时候,我们也需要考虑一下黄金和货币的关系,尤其重要的是要考虑黄金和全世界最重要的纸币——美元——的关系。自从几十年前黄金和纸币可以自由交易之后,它们通常是朝着相反的方向发展的。美元走弱通常和黄金走强相关联,反之亦然。这也给我们投资者出了个难题,特别是如果我们希望购买黄金的时候,我们就是在害怕美元下跌。

一方面,黄金给我们提供了一个抵御美元下跌的好保险;而另一方面,保险单上的利润也将会以贬值的货币来偿还。如果美元不是自己本国的货币,那么明了这一点是个特别重要的问题。例如,黄金从 2001 年初的每盎司 257 美元飙升到 2008 年初的每盎司 1 000 美元,涨幅达到了 289%;但对于欧洲的投资者来说,他们在同期买入然后卖出的话,用欧元计算涨幅只有 126%了。

当购买黄金的时候,我们很可能要避开直接接触美元。外汇避险是很复杂烦琐的,但现在有一些黄金理财产品本身有自动转换的特点。例如,英国的投资者可以购买在伦敦股票市场挂牌的、以英镑计价的黄金交易所交易基金(ETF),

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时还有实体黄金的支持，因此可以避免货币风险，同时也能直接拥有实体黄金而不是衍生合约，这样会让人更放心。

尽管从长期来看，黄金的收益无法和股票相提并论，而且使用黄金回避货币风险也有困难，但黄金在相当长的时期仍然优越于其他的资产，这一点从 21 世纪以来至今都已经被证实了。2012 年初对于投资者来说，主要问题在于要明确黄金在接下来的几年中是否还能延续其上升的趋势。

接下来几年黄金会如何表现?

有很多愤世嫉俗者认为黄金已经上涨得太多了，有伴随着大震荡而回落的危险，并且这个过程也许已经开始了。

据悉，最近几年的淘金热的迹象也许就是一个前兆了。公众普遍对一个上涨幅度很大的资产产生热情在过去也常常招来麻烦。商场里和机场里的黄金兜售机、备受欢迎的黄金交易所交易基金等，这不都是在暗示着人们普遍对黄金的热情吗？在 2011 年 7 月和 9 月之间金价涨幅达到了 30%，创下了新高，也给购买黄金的投资者们带来了一阵轻微的恐慌。

尽管这类的公众热情是繁荣末期的典型特点，但是，这本身并不足以成为萧条期即将到来的信号。按照过去的标准衡量，2011 年夏天的高峰价格也不能被称为非理性的繁荣。最后 3 个月的上涨导致黄金价格在 1980 年创下高峰纪录，接下来就是下跌，价格下降幅度是 135%。

我们已经确立了在过去的几十年间恶性通货膨胀是黄金上涨的主要动力了。因为利率的缘故，通货膨胀很有可能在未来的几年里会有进一步的表现。正如笔者在第二章提到的，为了解除大笔债务负担，发达国家政府已经开始故意作出了制造恶性通货膨胀的决定了。

用通货通货膨胀的方式来稀释债务的过程可能才刚刚开始。2011 年美国联邦债务总额相当于美国经济规模的 98.7%，人们普遍认为这个比例实在是太高了。1990～2007 年美国联邦平均的债务总额只占美国经济规模的 62%。目前的比率也许还在增长。据预测，美国联邦债务在 2012～2016 年将会超过国内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生产总值的 100％。[1]

上一次的黄金牛市在恶性通货膨胀终止时也结束了。1946 年美国的债务总额占 GDP 的 122％，到 1980 年以前债务总额已经降低到 GDP 的 32％了。通货膨胀在解决负债过高问题时起到了核心的作用，但之后它本身又变成了一个问题。因此，美联储和各地的中央银行大举提高利率来抑制生活成本的飞速增长。

如今发达国家不仅要面对过重债务的巨大挑战，而且之后解决通货膨胀的问题之路似乎还很遥远。事实上，根据官方数据，目前的通货膨胀一点也不严重。2012 年初，日本的消费者价格指数继续温和下跌，而美国和许多欧元区国家的通货膨胀也维持在很低水平并被遏制住了。其实，即使通货膨胀因进一步的宽松货币政策而加剧，政府也不大可能果断地干预并去阻止它。在这个阶段，更高的借贷成本可能会让一些政府和另外一些大手笔的贷款人无力偿还。

鉴于对恶性通货膨胀的预测，确实有个好例子可以说黄金在未来几年可以不断超过 2011 年的每盎司 1 925 美元的高峰价格。就是那个价格，黄金也仍然低于 1980 年通货膨胀调整期里的高峰价格。用 2012 年年初的价格转换，1980 年的最高价——每盎司 875 美元，应该是接近 2 560 美元了。诚然，1980 年的高峰是完全不能持续下去的，但那是因为政府把银行利率提高到了前所未有的水平。

如何投资黄金

假如现在黄金牛市的确在继续，我们需要考虑的是利用这个时机的最好方式。现在推测黄金的价格比以前任何时候都更容易了。在过去的几年里，与黄金相关的金融工具也增加了，除了购买金币或金条之外，还可以进行包括交易所交易基金和很多奇异衍生产品交易。

决定我们确切想要购买黄金之前还要解决一个主要问题，那就是在众多金融工具中选择一个。可能购买黄金最受欢迎的方式就是通过交易所交易基金(ETF)了。

---

[1] Data-historic and forecasted-courtesy of www. usgovernmentspending. com.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄金 ETF

从表面来看，黄金 ETF 非常简单，基金先购买黄金，然后在股票交易所挂牌。基金的价格随黄金的价格上下浮动，投资者就像持有普通股票一样交易基金的份额，通常支付很低的交易年费。

并非所有的黄金 ETF 都是一样的。有些黄金 ETF 的资产是以现货黄金形式存在，而另一些则不拥有任何黄金。他们只是通过互换协议投资黄金价格的波动，根据协议规定，购买方愿意接受与黄金价格变化相符的出价时，ETF 供给商同意给出一定比例的份额。这种合成式的做法通常在跟踪黄金价格方面很奏效，并且能够更加节税。

合成 ETF 也给那些对黄金不久要涨特别有信心的人提供了有趣的投机可能性。例如，一种杠杆 ETF 的涨幅和跌幅是黄金本身价格的 2 倍，甚至 3 倍，因此，如果是 1%的利润或损失对于杠杆 ETF 的持有人就会放大为 2%或 3%的。合成 ETF 也能提供从黄金价格下降中盈利的机会，对于看跌的投资者，当黄金价格下跌时，通过买入反向型 ETF 获利。

如果互换合约的另一方不能将合约履行到底，以合成 ETF 形式投资黄金和其他资产就会出现问题。在那种情况下，基金的供给商和其投资者只是加入了没有保障能收回任何投资成本的债权人的行列。这种风险在市场动荡时期更大，与我们为保险起见要想购买黄金的那种情形正好相悖。因此，如果我们担心金融市场暴跌，特别涉及衍生品交易时，选择实物黄金的投资比合成形式可能要明智些。

不同于合成 ETF，储存在金库里的实物黄金通常是通过审计的，也可以以真正的金条拿回来，假如你拥有足够的数量，甚至还有可能不是以现金而是以金条的形式赎回你的投资。但这是不能令纯粹主义者满意的，他们会指出作为实物黄金 ETF 的持有人，你也仅仅是有一家拥有黄金的信托机构发行的以黄金计价的债券。换句话说，并非特别标有你姓名的黄金，有这种心态的人，可以选择更加直接地拥有实物黄金的方法。

直接拥有权

传统上来说，直接拥有黄金就意味着把金币或金条保存在家中或银行保险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

箱里。这种方式就安全而言无疑是一个冒险的选择。拥有自己随时可支配的黄金在世界末日大决战发生时是一种优势，但这一优势一定会与平时有入室盗窃的危险相抵消。即使存放在银行的保险箱里，有时也会被一些神通广大的盗贼洗劫。

希望拥有一块质量上乘的黄金，但又不需要每天触碰到它的投资者也许可以考虑网上进行金条交易。提供这种服务最知名的网站网址是 www.BullionVault.com，投资者可以在网上购买到为他们储存在非常保险的金库里的金条。实际成交的黄金被分配给特定的投资者，那么，他/她就是合法的拥有人，当需要卖出黄金时，就可以要求以黄金而不是现金形式交付。

金库服务最具吸引力的部分是它允许投资者自己选择存放黄金的金库位置，可选的地方有伦敦、纽约和苏黎世。在挑选存放黄金的地点时，黄金的狂热者一直对瑞士情有独钟。瑞士也被广泛认为是一个更可能尊重产权的地方，包括涉及所有权的保密。

这一点很重要，历史上留下了政府伺机没收公民黄金的卑劣的记录。最臭名昭著的是总统罗斯福 1933 年的行政命令，禁止私人拥有金币、金条或证书，并要求公民把他们持有的超出数量的金币都交给美联储。[1] 对于公然反对没收的公民所实施的最高惩罚是 10 年的监禁另加 1 万美元的罚款，折算成现在的金额等于 17.5 万美元。对于黄金的限制一直持续到 1974 年。

禁止黄金私有的典型动机是因为这种黄色金属是一个国家的法定货币强有力的竞争对手。在 20 世纪 30 年代的美国，尽管纸币实际上因为通货紧缩而升值了，但许多银行的倒闭还是令人们恐慌不安，纷纷争购黄金。在最近几年，津巴布韦人民对恶性通货膨胀的津巴布韦币置之不理，而转向支持其他国家的货币，在某种情况下，是在支持黄金。

越来越多深谋远虑的人认为，在未来危机时期黄金将成为官方抢夺的目标。在那样的情形中，储存在某地并通过股票市场挂牌出售的黄金显然比安全隐藏在遥远的金库里的黄金更会被政府看到和接触到。因此，对于谨慎持有金条的人来说，在违背当时法律的境况里是否还能舒服心安是个主要问题。

---

[1] Executive Order 6102, signed by President Franklin D. Roosevelt, 5 April 1933.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金矿开采公司的股份

我们已经注意到黄金的收益在过去很长的时间里远远落后于股票市场的收益。但是有没有可能“一石二鸟”呢？拥有金矿开采公司的股份不仅可以接触到从矿石中提取到的黄金的价格，而且还能接触到不断增长的现金流。随着时间推移，采矿公司的利润能够不断增长，也可以将所获利润再投资到其生意中，并能派发股息。相比之下，黄金本身完全没有现金流，这是相对于股票而言不利因素的主要源头。

“一石二鸟”的想法很有诱惑力，但似乎在实践中很难有效果。美国的金矿开采股票在目前的黄金牛市远远落后于金条的价格。从 1999 年夏天到 2011 年底之前，黄金价格上涨了 516%，相比之下，数据流美国金矿开采指数(Datastream US Gold Mining Index)只是上涨了 224%。包括股息再投资的结果也并没有能让情况好转太多，总的收益回报也只是 259%。

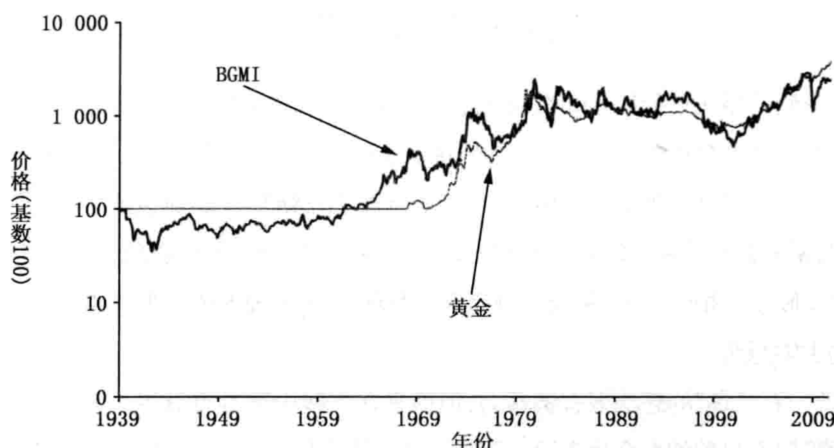
金矿开采股份的长远前景不容乐观。巴伦黄金矿业指数(The Barron's Gold Mining Index, BGMI)回落到了 1938 年的水平。自那一年到 2010 年 10 月，BGMI 上升到 2 358%，而黄金价格的收益为 3 738%(参见图 3.3)。特别关注一下自 1968 年之后的时期里，当黄金的价格不受国家控制的时候，BGMI 上升了 600%，相比之下，黄金的价格上涨了 3 738%(黄金的价格在 1933 年是被规定在 1 盎司 35 美元，之后那个价格一直保持到 1968 年，所以它从 1938～2010 年和从 1968～2010 年的涨幅是一样的)。

个体采矿企业

不可否认，在金矿开采公司中有一些成功的个体企业很引人注目。最近几年里，兰德黄金资源公司(Randgold Resources)就是其中的一个最有名的实例。这家公司主要在马里(西非国家)开采，在伦敦证券交易所(London Stock Exchange)上市。兰德股票价格从 2001 年 7 月的 2.37 英镑上升到 2012 年 2 月的最高价格 77.20 英镑，涨幅达到了 33 倍，而同期的黄金金条的涨幅只有 7 倍，其表现显然远远胜过黄金本身，并且胜过采矿行业的其他同行股票。

这也显示了个体金矿开采股票收益的潜力，问题是如何分清良莠。并不是每一家黄金开采公司都像兰德一样，有几家公司的股票遭遇了惨痛的失败，涨幅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:数据流公司、世界黄金委员会(World Gold Council)、《巴伦周刊》(*Barron's*)。

图 3.3 黄金和黄金开采股票

还不如黄金。最安全的办法就是购买这个行业的一组股票。

也许反对购买金矿股份替代购买黄金本身的最好的理由是投资的多元化。正如我们之前看到的那样,黄金最令人满意的特性之一是它和股票市场的关系是薄弱的,经常是相反的。这样在我们的投资组合里可以抵消股票的投资风险。比较而言,我们很难利用股票来分散股票的风险。美国的金矿股份和美国的股票市场的联系肯定比同黄金的联系更紧密。

总之,没有哪一种投资黄金的方式一定比其他方式更优越。那些害怕金融市场暴跌或者政府没收的人将更倾向于有形的黄金投资方式;那些晚上不会躺在黑暗中彻夜不眠、冥思苦想着紧张刺激的结果的人倒可以选择组合的投资方式,特别是当他们渴望杠杆式的收益时。但是,即使没有任何一个持有黄金的方式能够满足每一个投资组合的需求,几乎所有投资者都应该考虑以某种形式持有黄金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　不要炒作:公正看待新兴市场

去过中国的西方人很少有人不为之感到惊奇的。或许是因为看到了以前从未听说过的一些大城市拔地而起而感到不可思议;或许是因为遇见了那些长时间辛苦工作、简直可以说是有家不归的一些人而体会到的那种惴惴不安。诸如此类令人印象深刻的事情,除此之外还能列举很多,这些都说明了为什么中国会在最近的这些年对于外界而言变成了一个炙手可热的投资目标了。

许多其他的新兴市场也是一样的,东南亚、拉丁美洲,甚至非洲的一些国家也都经历了巨大的变革。从前只是天气很热,现在也掀起了股票投资热。印度、巴西和南非也是类似,它们具备了许多发达国家不再拥有的明显优势,包括充足的、有青春活力的人口资源,低负债,以及至少在某些情况下也有低税收和宽松监管的优势。

人们对新兴股票市场的满满信心从最近的投资表现得到了验证。在 2000 年 1 月和 2012 年 1 月之间,摩根士丹利资本国际(MSCI)新兴市场指数以美元计算上升了 87%,其中包括 26 个较贫穷的国家的股票市场。一些个别的新兴股票市场表现更好,例如,中国在同一时期上升了 112%,印度上升了 153%。相比之下,只是包括发达国家的股票市场的摩根士丹利资本国际(MSCI)世界指数则下降了 16.7%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从投资者视角看新兴市场

当作为投资者接触新兴市场时,很重要的一点就是不要失去理智。一些国家对于股票前景的大肆宣传应该引起我们的警惕。如果说我们应该从过去十年或更长时间吸取点教训的话,那就是关于最近受到传闻的蛊惑而引发的投资风险了。我们不能对最近表现有些优势的股市盲目投资。十年河东,十年河西,有赢就有输。

我们所听到的许多有关新兴市场的话题都是来自于在那些地区推销投资产品的人;也归功于迅速出现的很多鼓吹在发展中国家投资的好处的书籍,其中许多是有关重要的既得利益的作品。权衡新兴市场前景更有效的途径是从相应领域的优秀学术研究里寻找灵感,然后努力确立一个相应的投资策略。

决定投资提案的有两个要素:一是收益,二是风险。人们会自然倾向于侧重第一个要素,也许甚至会忽略第二个要素。然而,如果新兴市场股票给我们提供更高的收益,当然是因为它们同时也伴随着更大的风险。考虑收益的同时,我们也需要考虑所面临的风险,特别是我们应该考察清楚是否存在陷入另一个泡沫的危险,是否存在其他特殊的新兴市场灾难。

图 4.1 显示的是自 1993 年以来中国经济的实际增长和中国股票的收益情况。从图中来看似乎很明显,经济的高增长是推动股票市场成功的原因。毕竟,这两条线的走势密切相关的。但是,经济表现和股票收益之间的长期关系不可能像图中所显示的那样直接,事实上,也可能完全和我们的直觉相反。

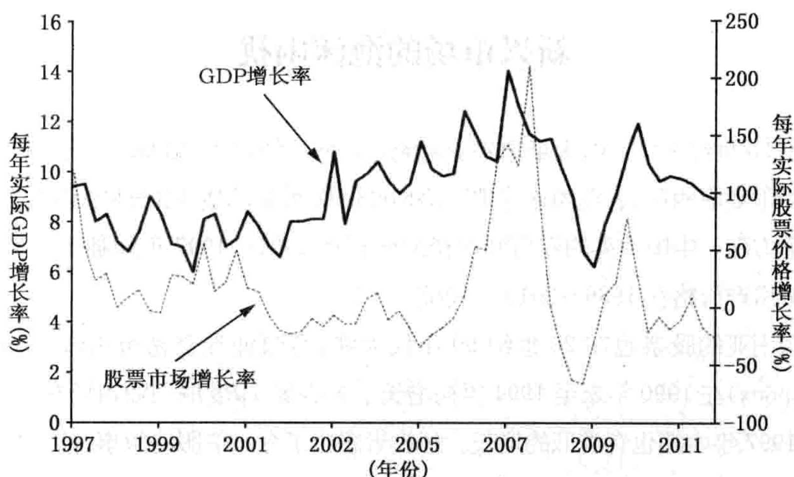
经济增长和股票收益的关系

佛罗里达大学教授杰·里特(Jay Ritter)在一个有关整个 20 世纪的研究中发现经济增长和股票市场的收益是呈负相关的。[1] 例如,日本实际的人均国内生产总值(GDP)比其他任何国家增长得都快,但是股票市场的表现却非常一般。相反,南非和澳大利亚的经济增长率相对很一般,但是,它们的股票市场的

---

〔1〕 Jay R. Ritter, “*Economic growth and equity returns*”, University of Florida.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:数据流公司。

图 4.1 中国经济和股票市场增长

表现却是在最大的赢家之列。

杰·里特教授所研究的国家大多是发达国家,但是,他的发现也同样适用于新兴市场国家。耶鲁大学的杰里米·西格尔(Jeremy Siegel)教授侧重研究了1970～1997年的情形,证实了发达国家市场和GDP增长之间的关系是负相关,他也同时发现对于18个新兴国家市场,股票收益和经济增长的关联是微不足道的,可以忽略的。[1]

当然,这不是说经济发展本身不是件好事情,经济发展也明显地带来了很多益处。例如,人们能够过上更长久、更健康的生活,工作条件能得到改善,并可以享受到更多的休闲时光。最主要的是经济增长的加速不一定最后能促进上市公司的发展和利润的提高,但可以让其他人从中获利。

尽管这是大量研究得出的结论,但是,高经济增长前景通常是吸引投资者购买新兴市场股票的一个重要的故事环节,这样的故事有时候用来证明最狂热的投资行为。随着时间的过去,新兴市场已经频繁出现投机泡沫了。

[1] Jeremy Siegel, *Stocks for the Long Run* (McGraw Hill Professional, 2nd edition, 1998).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新兴市场的泡沫困扰

在20世纪90年代，大量国外资金流入东南亚经济体，如泰国、新加坡、马来西亚和印度尼西亚，表现为这些地区房地产价格暴涨，包括居民住宅和商业房地产两个方面。中国香港的零售商业楼的价格在1991～1997年间翻了三番[1]，新加坡房产价格在1986～2010年间翻了4倍。[2]

东南亚的股票也在20世纪90年代大涨，泰国证券交易所指数(Bangkok SET index)在1990年末至1994年初增长了3倍多，印度尼西亚市场在1991年末至1997年中期也有类似的增长。狂热者想出了令人信服的故事，甚至给出他们中意的市场起了很吸引人的名字。他们声称这些“虎”(tiger)经济体正在上演的是“经济奇迹”，因此证明在当地的股票和房地产市场的巨大的收益都是合理的。

有关这些曾经的新兴市场热的轶事在1997年夏天到达顶峰，也就是那时候出现了亚洲经济危机。泰国的情况类似，菲律宾和印度尼西亚过于依赖出口，并且从国外过度贷款。它们的货币和美元息息相关，美元强劲使得他们的出口变得更加疲软。外国人开始出售他们在新兴市场的投资份额，导致亚洲的股票市场和其他的资产急速下跌。

界定泡沫

确定现在新兴市场是否泡沫再次膨胀，或者是否潜在通货膨胀的危险，我们需要更加确切地知道什么才是真正的泡沫。“泡沫”一词在金融周期中不经意地被丢弃，特别是在描绘资产价格大幅上涨，而与具体的评论相悖时才出现的。

查尔斯·金德尔伯格 (Charles Kindleberger)是金融疯狂和崩溃研究方面的最权威人士之一，他在其后期著作中给“泡沫”的定义是：

泡沫开始于期待一种或一系列的金融资产进一步上涨、吸引新的买家，并在连续上涨过程中价格大幅提升，通常投机者只是对资产交易中的利润感兴趣而

---

〔1〕 Charles Collyns and Abdellhak Senhadji, “*Lending booms, Real Estate Bubbles and the Asian Crisis*”, IMF Working Paper/02/20 (January 2002).

〔2〕 www. singaporerealestate. info.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不关注其用途或盈利能力。[1]

金德尔伯格对“泡沫”的定义是个好的开端。我们知道任何资产的价值都是其未来现金流的当前价值。所以，当投资者不考虑他们实际上能够得到的红利时就明显地暗示泡沫可能在膨胀了。看一下市场价格波动的图表就会更加明白了。如果股指几乎是垂直上升的，特别是当上涨的价格比实际收益增长得快或比预期增长的红利更快的时候，警钟就应该敲响了。

当然，东南亚市场股票在 1997 年以前的一段时期曾强劲上涨。例如，泰国股市 3 年内上涨了 187%，到 1994 年达到高峰。图 4.2 中所展现的是泰国和印度尼西亚股票市场在 1985～1998 年的表现（1985 年重新以 100 为基数），1994 年以前一路强劲上涨的走势是显而易见的。然而，这和那些人人皆知的泡沫轶事相比还有差距，比如和美国 20 世纪 90 年代末的高科技股泡沫或 1980 年的银矿股泡沫相比。在这些情况中，纳斯达克（NASDAQ）指数暴涨了 259%，半贵金属上涨了 670%。



资料来源：数据流公司，指数以 100 为基数。

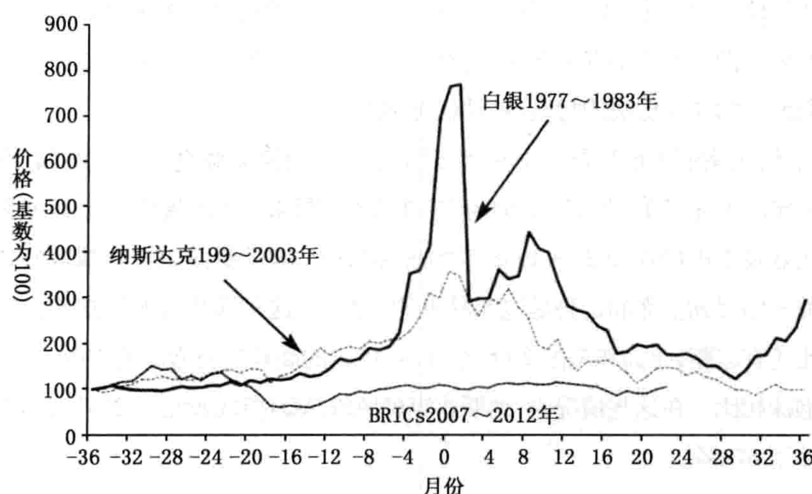
图 4.2　东南亚市场繁荣

当巴西、俄罗斯、印度和中国被贴上颇具吸引人的金砖国家（BRIC）的标签、并常以此美称被引用的时候，它们的股票市场还远没有上涨到像美国科技股或

［1］ J. Eatwell, *The New Palgrave Dictionary of Economics* (Palgrave MacMillan, 1987), p. 281.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银矿股出现泡沫时的那种情形,它们的上涨还都比较稳定,图 4.3 显示的是 2007～2012 年金砖国家的股指表现以及纳斯达克和银矿分别处在膨胀期的表现。



资料来源:数据流公司。

图 4.3　金砖国家与过去的真正泡沫(2007～2012 年)

类似的情况也出现在我们对新兴市场股票的评估上了。在 20 世纪 90 年代,对亚洲市场的估值是剧烈上涨了。泰国和印度尼西亚在各自的高峰期的市盈率的估值为 31.5 和 33.7 倍,而其长期的平均市盈率则是 15.1 倍和 18.3 倍。

很难辩解说,2012 年初的亚洲市场估值就有泡沫。然而,表 4.1 中所列出的是写作之时三个如今被热捧的新兴股票市场的市盈率、平均市盈率和长期平均市盈率,中国市场如今的市盈率大大低于其长期的平均市盈率。

表 4.1　　巴西、印度和中国的市盈率

	市盈率(PE)——2012 年 2 月	过去平均市盈率	最高/最低,市盈率
巴西	12	11.7	21/5
印度	18.1	19.2	69/9
中国	9.2	19.2	32/4

资料来源:数据流公司。

尽管考虑到东南亚市场以及金砖四国最近的股市表现还没有出现像众所周

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

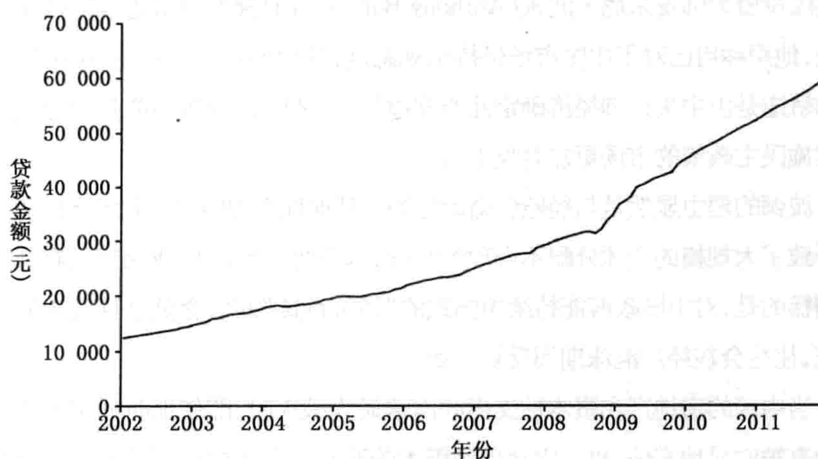
知的那些泡沫一样的极端情形,但是,我们应该避免对什么是真正泡沫这一问题过于狭隘的看法。股票价格的疯狂上涨和价值差距只是一个国家经济中泡沫困扰的表现之一。20 世纪 90 年代初,东南亚经济泡沫可能是以资金投资和地产投机的狂热形式表现的。当这些特别的泡沫破灭时,随后也会导致股票市场下跌。

中国经济有泡沫吗?

在如今的新兴市场中最有可能出现泡沫的当属中国市场。当然,泡沫不可能会立刻显现在中国股票市场的价格或估值中,然而,在更广泛的经济范畴里已经有其他预警迹象表明泡沫在膨胀了,特别是在借贷行为、固定资产的投资和房地产投资等方面。

低息贷款是任何泡沫出现的要素。能够以很低的利率轻易获得贷款无疑给商人和投资人在金融资产中冒险获利提供了投机的条件。在最近几年,在中国获得贷款可以说是既廉价又轻松,政府在政策上也有特别的扶持。

2009 年,为了使经济增长速度进一步加快,并因此有可能扭转社会不安定状况,中国政府指示各省领导层放宽原有贷款的 1/3 比例。图 4.4 中所反映的就是 2002～2011 年中国金融机构贷款增长的趋势,以 10 亿元为单位。



资料来源:彭博社(Bloomberg LLP)。

图 4.4　中国金融机构的贷款总额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一策略对中国经济增长的帮助有目共睹。中国国内生产总值(GDP)曾惊人地从2008年初的11.3%减缓到2009年初的6.2%,但仅仅在一年后增长率竟然恢复到超过11.9%的高位,并且保持每年持续增长超过8%。但是,这一贷款放宽的短期受益的慷慨策略也许会在未来带来重大损失。

在最新的消费狂潮到来之前,中国在资本支出方面的增长已是前所未有的。根据法国兴业银行(Société Générale)的策略师爱尔伯特·爱德华兹(Albert Edwards)的分析,这一经济增长比之前其他任何一次都要持久,包括日本在20世纪60年代末和70年代初的经济急剧增长,以及20世纪90年代的东南亚地区"亚洲五小虎"经济的突飞猛进。中国的经济增长更加剧烈,资本支出在巅峰时期竟然超过了整个经济收入的一半。[1]

中国经济泡沫的最有形的体现就是:点缀在风景秀丽的土地上的无人居住的公寓城和许多空置多余的商业街,另外工厂和机器也与公寓楼和商业区一样供大于求。当接下来美国和欧洲对中国出口商品的需求量萎缩时,中国制造业的过剩将会更加毫不留情地体现出来了。事实上,中国房地产市场正走向过剩的进程已经表露征兆了。

然而,很多投资者对诸如此类的风险似乎不屑一顾了,也似乎达成广泛的共识了:中国政府将会再次证明它们有能力对付任何类型的经济冲击。传奇式的英国投资大师安东尼·波顿(Anthony Bolton)目前管理着富达中国特殊情况基金,他声称自己对于中国市场仍持乐观态度,其中的原因之一是:中国经济增长的轨道是由中央计划经济确定性所支撑的,这要比投资像印度和印度尼西亚等实施民主政策的市场更加有吸引力。

波顿的理由显然是与经验背道而驰的。其他地方的中央计划经济传统上已经导致了大规模的资源分配不合理的状况,远不如由市场自我调节更有效。更为糟糕的是,对中国政府能持续中国式的"经济奇迹"的信念是这种逻辑的典型特征,往往会在经济泡沫期间反复上演。

当中国的房地产和资本性支出的泡沫最终破灭时,即使那时的中国股票市场没有被明显地高估,也一定会受到极大的冲击。中国的公司收益也将会随股票价格的暴跌而丧失。在那种环境下,其他新兴的股票市场,特别是在亚洲的股

〔1〕 Albert Edwards, SG Cross Asset Research, 'Global Strategy Weekly', *Société Générale* (20 October 2011), p. 3.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票市场也将会随之下跌、损失惨重。

新兴市场投资者面临的威胁

经济泡沫是引人注目的大事。鉴于围绕新兴市场总是出现令人兴奋的迅速增长的报道,也能吸引到海外热钱来投资,所以就会特别容易出现经济泡沫。但是,遭遇到经济泡沫的破裂只是在投资海外市场的一种危险,还有一些威胁并没有引起投资者足够注意。这些威胁可以分为三种:经济的、社会和政治的以及违法的风险。

经济风险

越来越多的人相信从经济上而言如今的新兴市场比以前风险少了。这与债务紧密相关。2007 年爆发的全球信贷危机使许多投资者深刻认识到全球发达经济体是怎样的负债累累。相反,许多深受投资者欢迎的新兴经济体的财政状况要好得多,国债也明显少得多。

根据国际货币基金组织(International Monetary Fund,IMF)预测:2012 年发达国家平均政府债务总额为国内生产总值(GDP)的 103.7%;新兴国家平均政府债务总额只占国内生产总值的 34.6%。这种差距在未来将继续加大,到 2016 年发达国家平均债务总额将达到国内生产总值的 107.3%,而新兴世界国家平均政府债务总额则将缩减到国内生产总值的 30.2%。在 2006 年,就是信贷危机发生的前一年,这两个数据分别是 74.1%和 36.6%。[1]

形势也许比这些数据所表示的更糟糕。大多数发达经济体在未来的十年要致力于为迅速老龄化人口提供昂贵的养老金和医疗补助计划。如果这些隐性负债反映在政府的资产负债表上时,美国、英国、日本以及其他一些发达经济体的债务总额将会猛增到 GDP 的百分之几百了。新兴经济体的社会保障金和养老金的供给负担要轻得多,年轻人口数量总体上也多得多。

新兴国家的债务轻也许是未来几年有利于投资的合理部分,但是,我们也要多一些看待事物的视角,也要提醒自己新兴国家市场存在一些其他的弊端。首

---

〔1〕 IMF Fiscal Monitor (April 2011), p. 127.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先是通货膨胀通常发生在新兴经济体的几率比发达经济体大，这一点到目前仍然属实(见表 4.2)。

表 4.2　　新兴经济体和发达经济体中通货膨胀比较

	年平均通货膨胀率 2000～2010(%)	年平均通货膨胀率 2010～2012(%)
中国	1.9	4.3
巴西	6.9	5.8
印度	5.6	10.4
印度尼西亚	8.4	5.1
俄罗斯	13.9	7.6
越南	6.7	12.4
英国	1.9	3.9
美国	2.6	2.4
欧元区	2.2	2.5
瑞士	0.9	0.4
日本	−0.3	−0.5

资料来源：数据流公司(Datastream)、IMF。

高通货膨胀对于经济发展危害极大，最为重要的是它会产生不确定性。当在更广泛的经济领域中价格失去控制时，大多数企业很难规划投资项目，也很难进行日常运行。消费者的收入，特别是最穷的消费者的收入不能随价格的上升而上调，他们的生活水平将会急剧下降。最终，政府将被迫采取措施抑制通货膨胀，其带来的副作用就是扼杀经济的增长，还有可能引起经济衰退。

高通货膨胀引起的不确定性很容易损害股票收益。首先，不确定性使得股票市场波动性提高，这样股票对投资者的吸引力就减少了。第二，通货膨胀加剧时，股票的估值就会相应下降。更确切地说，消费价格上升时，投资者愿意买入的市盈率就会下降，这样也反映出投资股票的风险更大了。

在有些情况下，新兴经济体的高通货膨胀会演变成恶性通货膨胀。国际会计准则委员会(International Accounting Standards Board)是这样给恶性通货膨胀下定义的：当通货膨胀率达到物价每三年翻一番、每年增长约 26%的比率时，就可以称之为恶性通货膨胀了。恶性通货膨胀特别对于股东来说就是一场噩梦。1990 年 1 月巴西的年通货膨胀率猛增到 6 821%。同时，巴西圣保罗证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易所指数(Bovespa)比前一年只上升了1 237%,这就意味着股票实际价值也受到重创。

在未来几年里,新兴市场的通货膨胀问题可能很容易变得越来越严重,或许不是因为那些国家本身产生的问题。在第二章我们已经讨论过那些债台高筑的发达国家通过人为降低利率和利用量化宽松政策或印刷货币手段引起通货膨胀来冲抵巨额债务。这些量化宽松政策在最近几年引发了大宗商品的投机。商品研究局(CRB)指数在2009年3月至2012年2月期间上升了86%,其中涵盖了包括食品、燃料和金属等很多种类的商品。

美国的量化宽松政策也易于迫使美元贬值。针对美国的量化宽松政策,新兴国家通常也通过印刷本国货币阻止本国货币相对于美元走势太强,并因此保持他们出口的竞争力。中国特别利用这种方式扩大货币存量,中国的商品价格已经表现出上涨的迹象了,中国的通货膨胀也已见端倪。随着这样的政策很有可能在美国和其他发达国家继续实施,新兴市场则存在着通货膨胀进一步恶化的风险。

社会和政治风险

通货膨胀对于新兴市场不仅仅是个经济风险,而且还会产生重要的社会和政治后果。在发达国家,物价上升束缚了客户自由购买产品的能力,然而,在更贫穷些的国家人们甚至买不起足够的食物。大范围的饥荒很容易导致民众的动荡不安。阿尔及利亚和突尼斯在2011年初发生了大暴乱,部分原因是食物价格螺旋上涨引起的。

尽管突尼斯的革命从人权的角度来说是有了圆满的结局,但是,对于新兴国家的股票市场却是个重创。突尼斯的交易所指数从2010年10月的高点到2011年2月的低点共下降了27%。尽管国家随后过渡到民主政权了,但它的股票在2012年3月初才仅仅恢复了一半多的损失。

在中国,从不满食物的花销到要求更多的自由进程将会被密切关注。这个世界上最大的新兴市场的政府很清楚,它们对政权的掌控是凭借其具有确保农民继续在工厂找到新工作、工人持续得到加薪、中产阶级不断丰满腰包的能力。即使政府努力达到了这个目标,伴随着经济上的自由,人们最后还是很可能要求更多政治上的自由。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

违法的风险

最近几年,俄罗斯是最令人振奋的新兴市场之一,通常是与巴西、印度和中国相提并论的。虽未被证实,这个国家也提供了令人遗憾的新兴市场违法的实例,法治还不够严谨、有力。俄罗斯的法律体系仍然不像其他资本主义国家的法律体系那么健全。比如还会存在一些突出的、反映出它还不能尽可能完美地做到维护企业和个人的知识产权的案例。

在俄罗斯,公司治理,即公司如何运行以及公司经理、股东和其他人之间的关系,也被视为不成熟。诚然,在近些年这个国家已经很有成效地形成了一些合适的规则与惯例了。然而,这些规则总是不能得到很好的执行,有时候还甚至相互矛盾。对于严重违反法律的制裁还是很轻。

不可靠的经济数据

公司治理和立法上的不足的代价,通常来说是让人很难量化新兴市场,这在估值较低的股票市场反映得很明显。然而,在真实的宏观经济形势下,一些国家股票市场估值本身可能也相当模糊。与此相关的数据对于作出合情合理的投资决定是很重要的,但是可用的数据不一定都是可靠的。

品质低劣的财务报表

比获取真实的新兴国家经济增长或通货膨胀的评估数据更难的可能是获取对上市公司财务健康的真实状况了。这些国家的上市公司和那些发达国家的上市公司的衡量标准不一定有可比性。例如,在中国,为了避免出现连续亏损,在年报期间重新包装年收入和开支的做法是公认的普遍做法。[1]

在会计准则没有达到标准的情况下,常常只有享有特权的业内人士才能知道有关公司的真正有用的信息。很多中国的散户投资者认为中国的股票市场存在腐败,主要涉及基金经理利用信息为他们自己的私人账户谋利。[2] 根据中欧国际工商学院公司治理智库的观念,在中国被业内人士所熟知的“老鼠仓”实

---

〔1〕 “Towards Mature Corporate Governance Standards in China”, *Forbes India* (2 December 2011).
〔2〕 ‘Insider trading is a major issue’, *Shanghai Daily* (3 March 2012).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

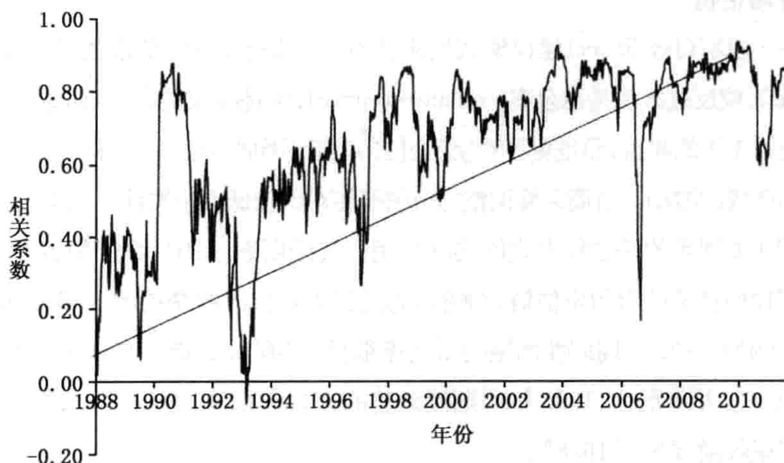
际上是一种刑事犯罪，但近些年一直缺乏适当的监控和法律强制。[1]

认识到在新兴市场投资的诸多陷阱并不等于说完全可以避而远之。自2000年以来的十几年的经验清楚地证明了从这些不太成熟的国家买入股票的收益还是依然存在的，投资者只是需要不断地意识到我们至此提到过的种种危险，在构建投资组合时要在脑海里把这些因素考虑进去。

利用新兴市场实现多样化投资

我们很有必要依据整个投资组合而不是持有个股来考虑，因为无论是在新兴市场投资，还是在发达市场投资我们都要平衡我们的风险。也就是意味着要明白两方面的股份在一段时期如何同时运行。

图 4.5 所表示的是摩根士丹利资本国际(MSCI)新兴市场指数和以 MSCI 世界指数形式反映发达国家股票指数之间相关性。



资料来源：MSCI，通过数据流公司获取。

图 4.5 发达国家市场和新兴市场股票的关系

20 世纪 80 年代末和 90 年代初，新兴市场和发达市场之间的相关性通常是很低的，偶然也出现负相关。然而，自那以后，两者之间的关联性就越来越一致

[1] *Forbes India* (2 December 2011).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地成显著的正相关了。

这种越来越紧密的关系很可能是因为全球化的原因。20 世纪 70 年代,个别的新兴市场经济体是与外界隔离的,资金的流入和流出是受到限制的。然而,在近些年投资障碍被扫除了,现在的新兴经济体和全世界其他国家有了更多的业务往来。全世界的资金流畅通无阻了,投资者可以在不同的市场同时运用相似的投资策略运作资金。

发达国家市场和新兴市场之间更加密切的关系也使得我们更难摆脱风险了,特别是在我们最需要能够那样做的脆弱时期。

选择一个新兴市场投资

接下来要决定的是哪一个才是最具投资吸引力的市场。多亏有了最近的学术研究,我们明白了经济增长不是预测股市收益的关键。因此,什么才是我们投资一个特定的国家股票市场的好理由呢?

市场估值

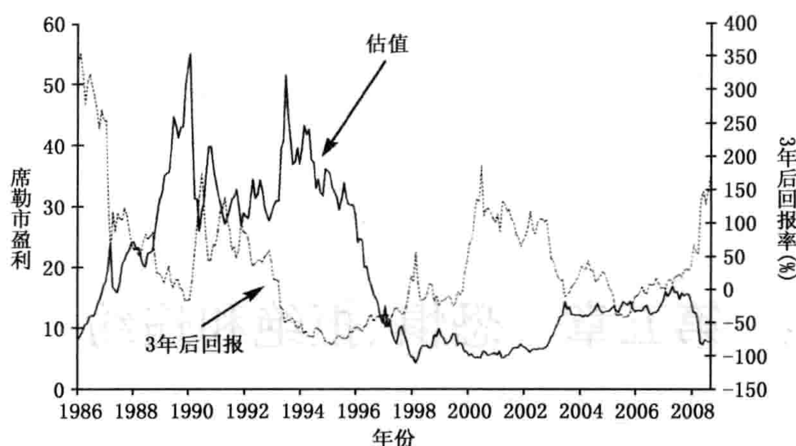
杰·里特(Jay Ritter)建议说我们应该看一下估值,特别是市盈率(price-to-earnings),或反过来说是盈余率(earnings-to-price),也是净收益率(earnings yield)。他不是看 1 年的收益,而是更喜欢使用过去 10 年平均的市盈率,这样可以消除商业周期造成的波动。当周期性调整的市盈率相对比较低的时候就可以买进。

图 4.6 展示的是这种方式的实际应用。实线所表示的是泰国曼谷 SET 指数的周期性调整的市盈率估值,和随后的自买入点起已经获得的 3 年表现是一致的。例如,1998 年周期性调整的市盈率很低,只有 4.2,接下来 3 年的收益达到了 56%。相对而言,1990 年周期性调整的市盈率很高,达到了 55,在接下来的 3 年里收益损失了 16.8%。

除了审视新兴市场本身的估值以外,我们也应该将它们与发达市场的估值做比较。再强调一次,这一逻辑简单直接,当新兴市场相对于相应的发达国家市场价值被低估时就更有可能是令人满意的投资。这里提供一个奏效的技巧:看摩根士丹利资本国际公司(MSCI)新兴市场指数当年的估值占 MSCI 世界指数估值的比例。

这一方法在 2001 年特别有用,它正确地预测了新兴市场在下一年将战胜发达市场。在 2007 年,信息却是正好相反,但在 2008 年国际金融危机期间新兴市场股票表现不佳时,又一次证明了这个方法是完全正确的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：数据流公司。

图 4.6 曼谷 SET 指数和收益

新兴市场的价值型股票还是增长型股票？

很有必要认真思考一下有关我们所持有的新兴市场股票的类型。对于发达国家，有大量的研究证明了价值型(或者说便宜的股票)股票在过去一段时期里彻底打败了成长型(或者说是昂贵的)股票。这种看法似乎可以同样应用到新兴国家的股票上。2000～2012 年，MSCI 新兴市场价值型股票指数超过了 MSCI 新兴市场成长型指数 2.6%。

在过去的 10 多年里，不可否认在新兴市场里只有很短的一段时间里成长型股票比价值型股票表现好一些。正如经济活动的领先指标所测算的一样，当发达国家的经济前景似乎更乐观的时候就很有可能出现这样的时期。其中一个原因可能是发达国家更乐观的经济前景总是很容易导致投资者的乐观主义态度，鼓励他们追求更有风险的、以增长为导向的股票。

当然，也没理由断定未来的 10 年一定和最近的 10 年相似，这一点不仅对于新兴市场的投资类型适用，而且对整个新兴市场也适用。在 2002 年新兴市场股票相对于发达国家股票来说是很便宜的，然而，2012 年初的就不算特别便宜也不算很贵了。

经验告诉我们，新兴市场股票应该在未来的几年某个时点价值会更低，在这些热门市场投资最好是选择它们的估值被冷落的时候。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章 恐惧、拒绝和违约

提前的恐惧感通常比事情发生本身更加糟糕。就希腊债务违约的案例而言,这一点确实属实。希腊无力履行债务的预期在2010年之后的一段时间里不断地使金融市场受到惊扰而恐慌。然而,一旦在2012年3月尘埃落定了,确定其将不再全额偿还债权人时,市场几乎没有什么反应了。不过,即使最终的反应很温和,也不是说主权债务违约是无痛的。

希腊的债务违约没有什么新奇的事,历史上的主权国家曾重复过同样的情形。特别是在近些年间,这些违约很容易出现在比较贫穷的国家里,而不是经济发达的国家里。通常会接二连三地发生主权国家违约事件。债务危机经常因同样的原因同时在好几个国家发生。希腊违约可能不是一个孤立的事件。

希腊给了我们一个很直接的提醒:债务违约是近在咫尺的风险,即使这样,我们仍然没有为潜在的主权债务违约的新纪元即将带来的后果做好准备。为了弥补这一短处,我们需要更好地在债务违约发生国以及别的地方了解这样的事件是如何发生的以及它们会带来什么影响。在最近几十年,有三个主权违约国或接近违约的国家——墨西哥、俄罗斯和阿根廷——在这个方面为我们提供了一些有用的参考。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1994 年的墨西哥比索危机

在墨西哥，人们把无数人严重的宿醉归咎于龙舌兰酒。因此，为了与这个国家很有影响力的国民饮品相一致，墨西哥 1994 年的债务冲击被恰如其分地说成了"龙舌兰酒危机"。根据动荡中的某些要素，包括玛雅印第安人的反叛，人们似乎把龙舌兰酒轶事界定成在某异国土地上发生的危机的典型。那些基本因素也都是为人所知的。

以前的经济改革

在经济危机发生以前，墨西哥实际上已经进行了很多有利于经济的改革。1998 年在一场存有质疑的选举中卡洛斯·萨利纳斯(Carlos Salinas)总统开始执政，他逆转了很多"社会主义"革命的传统，开展了强大的墨西哥工会运动，以努力放宽劳动法，并通过让农民们卖出自家的小耕地彻底解放他们。仅用了四年时间，除了 15%的企业是属于国企外，其他所有的企业都变成私有了。通货膨胀率在 1988 年初为 180%，到 1994 年之前已经下降到 7%了。由于 1995 年年初北美自由贸易协定开始生效，墨西哥也和美国、加拿大开始了自由贸易。

然而，并不是所有的改革都是经过深思熟虑的。[1] 废除银行的法定资本储备要求就是一个招惹麻烦的策略，特别是当众所周知政府是银行后盾的时候。相应的，银行放宽了信贷标准，大大增加了信贷总额。用墨西哥银行的前副行长弗朗西斯科·吉尔—迪兹(Francisco Gil-Diaz)的话来说，这一策略的结果就是制造了"一个幅度和速度都超过了薄弱的管理、匮乏的资金，甚至借贷人的还款能力的"信贷繁荣。例如，耐用消费品的直接贷款每年同期增长 1/4 的比例。

墨西哥政府在其他必要的改革中也处理得不够机敏。1994 年元旦，萨利纳斯的农村改革在墨西哥南部的一个叫恰帕斯(Chiapas)的州进行，却引发了玛雅印第安人的反对，起义持续了两周，之后政府和反对者进行了对话。由于反对派的领导人副司令马科斯(Marcos)长期进行媒体造势活动，目的就是曝光本国地方政府腐败问题，不稳定的氛围一直在持续，这使得国际投资者在整个 1994 年

---

〔1〕 www.cato.org/pubs/journal/cj17n3-14.html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都望而却步。

投机者攻击比索

就是在这段紧张时期,墨西哥的比索不断受到投机者的攻击。墨西哥采取一种管制外汇比率的政策,根据这一政策,将比索和美元挂钩,并阻止它们的兑换比率超出一定的区间范围。为了维护这一政策,墨西哥银行必须时刻警惕比索走势,并在比索涨得太高或降得太低的时候不断干预市场。为了与1994年投机者攻击比索作斗争,银行被迫利用其他货币的储备购买比索。这种防御使其货币储备大伤元气,大大降低了银行继续执行日常汇率政策的能力。

墨西哥也以其他货币形式从国外贷很多款。依据墨西哥银行副行长琼司·朱利安·斯道义(José Julián Sidaoui)的文章和国际清算银行签署的文件,墨西哥以"特索博诺斯"(Tesobono)债券的形式欠款290亿美元[1],同时它还有短期内要归还的欠款579亿美元。在比索被投机者攻击后,墨西哥缺少足够的外汇储备偿还这些海外的债务。

"特索博诺斯"债券的美元指数化意味着他们为债券持有者提供免受比索贬值的保护。在债券到期时,不管比索和美元的兑换汇率是多少,墨西哥政府必须以美元偿还持有人所持有的"特索博诺斯"债券的数额,正如斯道义副行长所解释的一样:"是采用债券到期前两天的现行市场的即期汇率(The Spot Exchange Rate)偿还所计算出的数额。"

维持比索对美元的汇率在一定范围内浮动需要很高的利率。墨西哥和美国货币汇率的差距证实了大量资本流入墨西哥。尽管墨西哥的公司和墨西哥政府的信誉评级都很低,但墨西哥的公司却可以轻易地从海外募集到资金。国外投资者可以从持有墨西哥的股份中得到丰厚的收益,同时墨西哥的消费者也可以享用到廉价的进口货。这样做的后果之一是:墨西哥的经常账户赤字在1991年之前增长了1倍,达到了150亿美元,在1994年末几乎又翻了一番。

墨西哥和美国的利差在1994年大幅缩小了。美联储提高了利率,只过了12月,利率到1995年2月就增长了1倍。因此,国外的投资者期待更高的利率,

〔1〕 琼司·朱利安·斯道义的文章"Policies for international reserve accumulation under a floating exchange rate regime: the experience of Mexico (1995—2003)"见(www.bis.org/publ/bppdf/bispap23r.pdf)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以便持有墨西哥的投资，并开始抛售时间较久、没有美元指数化的政府债券。国外投资人在 1994 年初持有“特索博诺斯”债券为 50 亿美元，到 10 月便上升到了 100 亿美元。[1] 最重要的是，债务都是在非常短的时间内就需要偿还，平均都是在未来 10 个月就到期了。

货币贬值引发危机

尽管墨西哥经济的紧张和压力是显而易见的，但是，比索危机的真正触发仍然让人感到吃惊。1994 年 12 月 18 日，墨西哥新总统埃内斯托·塞迪略(Ernesto Zedillo)召见几个全国最富有的商人。表面上的话题是计划镇压恰帕斯州的反叛，然而人们普遍怀疑，新的领导人可能已经把潜在的国家货币贬值的消息泄漏给与会的富豪们了。第二天，人们看到富有的墨西哥人纷纷把大笔的比索转换成上亿的美元。[2] 在 12 月 20 日，墨西哥政府宣布比索贬值了 13%。

国外投资人随后逃离墨西哥，也逃离了周围的其他国家，甚至比他们当初急着进来的速度还要快。数月之内，比索相对于美元的价值降了一半。为了偿还债券持有人到期的债券，墨西哥不得不屈膝向美国和国际货币基金组织(IMF)求助，国际货币基金组织提供了 500 亿美元援助以帮助墨西哥避免违约。墨西哥的经济在 1995 年惨遭缩水，下降超过了 6%。[3] 失业率迅速上升，人们薪资收入也大幅下降。按收入统计被列为“极度贫困”的人口几乎倍增了，比例大约达到了 40%。[4]

迅速反应，迅速复苏

国际货币基金组织(IMF)要求墨西哥严格遵守财政纪律以回报紧急援助。墨西哥的经济从 20 世纪 90 年代中期的不景气开始了强劲反弹。1995 年第二个季度，墨西哥的 GDP 年增长率下降了 7.9%，达到全年的最低点；仅在一年之后，它的 GDP 年增长率就恢复为 6.4%的正增长了。[5] 之后到 2000 年年末一

---

[1] Andrew Wheat, “The fall of the Peso and the Mexican ‘Miracle’”, *Multinational Monitor*, (April 1995).

[2] Wheat, ibid.

[3] Jonathan Roeder and Nacha Cattan, “Europe Should Learn From Mexican ‘Tequila Crisis,’ G-20 Host Tellez Says”, Bloomberg (February 2012).

[4] Angeles Villareal, “M. NAFTA and the Mexican Economy”, Congressional Research Service (3 June 2010).

[5] Thomson Financial Datastream.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

直保持快速增长。尽管2009年在全球金融危机时期墨西哥也出现了严重的经济衰退，但是这个国家的经济增长在21世纪的表现是令人印象深刻的。

与如今希腊的情形不同，墨西哥本国和外界的反应都很迅速，并果断地解决了这场危机。曾任当时总统埃内斯托·塞迪略高级幕僚的路易斯·泰雷兹(Luis Tellez)说："欧洲花了两年的时间才作出决定，而我们联手美国和国际货币基金组织仅仅在两个月内就作出了决定。"[1]按扣除物价因素来计算，1995年的政府公共开支削减了10%，增值税从10%提高到15%，政府承诺在1995年达到平衡预算。[2] 如今，墨西哥政府赤字是由法律规定上限的。

不可否认，比起有类似债务困扰的希腊而言，墨西哥改革发生的外部环境要有利得多，特别是墨西哥的主要贸易伙伴美国在当时正处于健康的经济发展期。出口在1995年之后恢复墨西哥的经济增长中也发挥了很重要的作用。另外，墨西哥也有自己的货币，意味着很多必要的调整是通过汇率贬值进行的，而不是仅仅通过消减工资和其他紧缩措施进行的。相对而言，希腊和陷入困境的欧洲伙伴现在面临其出口市场增长疲软和依然被高估的欧元的影响下，正在尝试实施痛苦的改革。

1998年的俄罗斯的债务拖欠

苏联政府垮台之后的几年是俄罗斯很艰苦的岁月。当时的俄罗斯遭受了律法失控、经济萧条、大量国土丧失以及国际地位下降等。1998年当俄罗斯出现拖欠债务的事实，其国际形象彻底蒙羞了。俄罗斯的政治文化在导致这次债务拖欠上起了重要的作用。特别是苏联的老做法依然在新的时代继续存留，给俄罗斯带来了灾难性的影响。

苏联时代的做法继续存留

据1992年曾担任俄罗斯总理的叶戈尔·盖达尔(Yegor Gaidar)所说，俄罗斯的官僚主义和工业都是习惯于"软预算"的，基本上来说是缺乏严格的财务责任制度。这一做法在社会主义体制下是可以持续的，因为国家对公司经理的聘

---

〔1〕 Roeder and Cattan, "Europe Should Learn From Mexican 'Tequila Crisis,' ".
〔2〕 Mexico, Country Studies, Library of Congress, *countrystudies.us/mexico/66.htm*.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用和解雇有绝对的控制权力，能让那些经理专注于他们的企业目标上。因此，强硬的管理控制弥补了那时苏联软预算的不足。然而，当苏联不复存在时，软预算的制度还残留着，结果就导致了方向迷失、低效浪费和腐败盛行。[1]

其他的残留做法还包括拖欠或注销税款，以及一旦企业达到了国家设定的目标就按甜心条款提供贷款等。盖达尔曾写道："这种薄弱的预测控制、虚弱的管理控制以及老伙计的任人唯亲的结合造就了一个效率低下、停滞不前而又极其腐败的环境。"

税收下降和通涨上升

俄罗斯最急需的是认真对待征税问题，不能因为一个接一个的企业在税收制度上采取欺骗手段而容忍缩减税单。盖达尔曾写道："在中欧国家，例如匈牙利和波兰，也有类似情形，在那些国家，加入欧盟的精英承诺强化了那些愿望（符合西方宏观经济稳定的规范的愿望），政府果断而迅速地采取了严格的，或者说是严酷的企业财务纪律。"[2]

不幸的是，俄罗斯并没有按照此"处方"行事。现金匮乏，加上税收受阻，俄罗斯政府不得不寻求海外援助来满足还款要求，从而也导致了外债累累。国内的征税问题演变成了"一个政治斗争，一个关乎什么构成了新兴经济体系的实质、是否在此体系中国家和企业的关系应该由法律规定，还是应该和通常的企业一样是基于政治影响和私人交往的"。[3]随着这一斗争的延续，俄罗斯步履维艰，持续累积了大约 6%～7%的年预算赤字。

税收下降和通货膨胀上升合力作用，严重破坏了俄罗斯在国内市场的借贷能力。总统鲍里斯·叶利钦（Boris Yeltsin）领导的政府运气不佳，似乎无法实现大幅度削减开支，以控制赤字局面。叶利钦毅然决然地在 1998 年 3 月解散了政府，免去了总理维克托·切尔诺梅尔金（Viktor Chernomyrdin）和整个内阁的职务，理由是他们没有为解决国家经济问题作出足够的努力。

然而，这也不全是件坏事，政府提前一年成功地重新安排了偿还由苏联政府签订的债务合同的日程。还款意见的统一被视为恢复俄罗斯国际信心所迈出的

---

[1] Gaidar, "Lessons of the Russian Crisis for Transition Economies"(www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/06/pdf/gaidar.pdf).
[2] Gaidar, ibid.
[3] Gaidar, ibid.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一大步，毕竟俄罗斯有丰富的石油储备，并且有实力增加出口收入。俄罗斯的通货膨胀从 1995 年的 132%下降到 1996 年的 22%，之后在 1997 年以前下降到了 11%。

信誉被高估

不过，大家认为在那个时期，俄罗斯得到的实际信誉比它实际应该得到的要更高一些。根据圣路易斯联邦储备银行的艾比盖尔·齐奥多(Abbigail Chiodo)和迈克尔·欧文(Michael Owyan)的研究[1]，俄罗斯的信用状况主要取决于专门处理国际债务的国际组织——巴黎俱乐部——所给予的这个国家认可的结果。俄罗斯大约 1/4 的资产从根本上来说是无法恢复的债务，那些债务是由像古巴、蒙古和越南等的贫困国盟友向苏联欠下的。巴黎俱乐部采用了不妥当的汇率计算方式，那种方式是基于苏联的卢布对美元的比率，而不是真正的 1∶5～1∶6的美元对卢布比率来计算的。[2] 这种不恰当的信誉评估使得俄罗斯银行扩大了他们的外汇借贷能力，从 1994 年占资产的 7%提高到了 1997 年占资产的 17%。

在这方面，俄罗斯的情形和那些欧元区的"边缘国家"是类似的。希腊、西班牙和葡萄牙等也同样由于它们是欧元区成员国而能够以很低的利率集聚了大量的贷款。在过去，这些国家贷款需要比德国付出的利息高得多，尽管通常它们的经济都很薄弱、金融地位也比较低，但最终它们也能以很低的利率贷到款。对于俄罗斯和欧洲边缘国家的情况而言，人们也可能还存在着一种潜在的想法：卷入债务危机的国家太强大了，是不允许破产的。

1998 年以前，俄罗斯的年经济增长率需要达到 2%才能够偿还现有贷款的利息。但部分由于 1997 年夏天开始的亚洲金融危机的影响，俄罗斯经济增长在那一年却缩减了 4.9%。亚洲货币贬值，投机者不久开始把注意力转移到卢布上，当判定卢布也是脆弱得不堪一击的时候，他们开始向其发出了攻击。俄罗斯的中央银行启动应急措施度过了这一困境，却耗尽了 60 亿美元的现金储备。紧随着亚洲金融危机之后，石油价格下跌了，其他商品的价格也同样下降了，这样

---

[1] Abbigail Chiodo and Michael Owyan, "A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998", The Federal Reserve Bank of St. Louis (2002), research. stlouisfed. org/publications/review/02/11/ChiodoOwyang. pdf.

[2] Chiodo and Michael Owyan, "A Case Study of a Currency Crisis", p. 6.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一来就抑制了俄罗斯至关重要的出口收益。

投资者救助

投资者开始为俄罗斯中央银行有可能会引起卢布贬值而烦躁，金融机构为俄罗斯的股票和国债提供资金援助以帮助摆脱困境。石油价格下跌到 11 美元一桶，是前一年价格的一半。尽管通货膨胀的比率相对较小，还只有 10%，但是，为了筹集资金以便偿还即将到期的债务，中央银行被迫提供回报率为 150% 的超高比率的短期政府债券。1998 年 9 月，企业也同时面临着大量的借贷压力，需要重新融资偿还要到期的 30 亿美元贷款。

绝望中，俄罗斯政府转向国际货币基金组织求助。7 月，国际货币基金组织提出了一揽子救援计划，总共提供额外援助 112 亿美元，其中 48 亿美元援助款项立刻拨出了，但这仍然不足以避免随后俄罗斯的债务拖欠。

当夏天到来之时，俄罗斯的金融市场陷入了一片混乱。从年初到 1998 年 8 月之前，股票市场的价值流失了 3/4，而以卢布计价的债券收益增长超过了 200%。政府向不可避免的卢布贬值屈服了，开始拖欠支付国内债券，并停止支付以卢布计算的债券。在涉及支付国外债权人的债务时，俄罗斯商业银行被给予了 3 个月的宽限期。[1] 俄罗斯的债务拖欠现在成了事实。

债务拖欠和之后措施

债务拖欠和货币贬值对于俄罗斯来说是一种耻辱，但起作用了。经历了 6 个月的痛苦挣扎后，俄罗斯经济开始再一次复苏了。商品价格的回升，特别是原油价格的回升，迎来了可观的市场繁荣。在新世纪的前 8 个年头，经济增长了约 70%，而工业生产增长了 3/4。[2] 在石油收入不断上涨的支持下，在总统弗拉基米尔·普京(Vladimir Putin)领导下的俄罗斯政府已经偿还了相当多的债务了。

俄罗斯在 20 世纪 90 年代后期岌岌可危的状况与如今希腊的情形有几分相似之处。俄罗斯的货币是和美元挂钩的，这和希腊锁定欧元有类似的效果。两

---

[1] Chiodo and Michael Owyan, ibid, p. 8.

[2] RIA Novosti, "Russia's economy under Vladimir Putin: achievements and failures"(1 March 2008).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个国家随后都享受到了利率较低的贷款，通货膨胀率也都较低。但是，当投资者开始紧张，借贷成本上涨到不可持续的水平时，它们也就逐渐缺少了竞争力。与希腊有所不同的是，俄罗斯对自己的命运有更多的掌控权。尽管做出让自己货币贬值的决定还是很艰难的，但俄罗斯还是那样做了。

在那个时候，俄罗斯面临着未知的威胁：如果拖欠债务，就有可能会让本国在未来数年置身于国际信贷市场之外，投资者有可能将不再愿意直接或间接地投资俄罗斯市场了。不过，对于投资者而言，俄罗斯反而在 21 世纪初期成了炙手可热的新兴市场之一，人们经常与其相提并论的新兴市场还有巴西、印度和中国。不可否认的是，俄罗斯和现如今的欧洲问题另一个重要的不同之处是：俄罗斯有着丰富的自然资源，并且其价格在近些年来连续攀升。

2001～2002 年阿根廷的债务拖欠

债务拖欠的种子

阿根廷的债务拖欠发生在 2001 年，而这颗种子早在 20 年以前就播下了。1983 年，在阿根廷结束军事独裁统治时，失业率达到了 18%，国家工业严重衰退。替代军政府的民主政府为了资助一种新货币“奥斯特拉尔”的推出而大量贷款。从一开始，奥斯特拉尔就受到了通货膨胀的困扰，通货膨胀率以每个月超过 10%的速度上涨。到 1989 年 7 月，通货膨胀率达到了每个月 200%，全年的通货膨胀率超过了 5 000%。工资的涨幅根本跟不上价格的涨幅，相反，真正的工资收入还下跌了 50%。

经济的动荡引发了严重的社会骚乱。一连串的暴乱之后，总统劳尔·阿尔方辛(Raul Alfonsin)政府辞职，让位于卡洛斯·梅内姆(Carlos Menem)政府。新总统雄心勃勃，想实施经济改革计划，但恶性通货膨胀成了一大障碍。梅内姆任命多明戈·卡瓦洛(Domingo Cavallo)为经济部长。卡瓦洛向国际货币基金组织求助，共同起草了“兑换计划”(Convertibility Plan)，将新的阿根廷比索对美元的汇率限制为 1∶1。[1] 疯狂印钞停止了，不久以后种种好处也开始显现了。

---

〔1〕 Steve H. Hanke, “Argentina's Boom and Bust”, (www.cato.org/publications/commentary/argentinas-boom-bust).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在多年价格的失控上涨之后，通货膨胀率在1996年只增长了0.1%。第二年，阿根廷的经济增长了6%，令人印象颇为深刻。然而，并不是一切问题都完全得以解决了，因为阿根廷还在不断偿还大量的主权债务，有新增债务，也有延期债务。当比索和美元的汇率锁定时，国内外的投资者对这一货币有了信心，也带来了意想不到的效果，突然间大量的低息贷款注入了阿根廷经济。之前，市民还需要拿一推车的钱购买外国货物，现在倒可以按有利的美元计价购买了。

那样做的结果是，大量进口货物涌入阿根廷，美元大量外流。廉价的进口商品摧毁了许多本地的工业，加剧了本国的失业问题。梅内姆的改革方案，从1991～1994年被赞誉为成功之举，自此却犹如散沙了。同时，国际货币基金组织继续为阿根廷提供资金援助，因为他们也了解政府将会进一步寻求改革方案，但是那些方案要么根本没有实施，要么仅仅实施了一部分。

银行业丑闻和与美元脱钩

这一切的结束是以银行业丑闻开始的。有两位阿根廷的国会议员，分别是埃莉萨·卡里奥(Elisa Carrio)和古斯塔沃·古铁雷斯(Gustavo Gutierrez)，宣称国家的银行业系统在同谋腐败、串通犯罪。他们指出，阿根廷中央银行行长佩德罗·普欧(Pedro Pou)有掩盖洗钱行为。普欧是个很坚定地拥护比索和美元挂钩做法的人，而现在普遍认为那个做法是抑制经济的紧身衣，严格执行这个政策就无法通过货币贬值改进本国的竞争地位。

按照法律规定，阿根廷的中央银行只能比照新的外汇储备推出新的比索，但它的货币储备已经由于支付进口货物而大幅缩水了。因此，阿根廷在经济大幅度收缩的时候也一度出现了紧缩的货币政策。阿根廷的实业家们和很多民众把愤怒集中在不幸的中央银行行长普欧身上，2001年4月普欧被指控有“恶劣的行为”[1]，被不光彩地解除了职务，前总统梅内姆的财政部长多明戈·卡瓦洛(Domingo Cavallo)接任了其职位。

为了缓解阿根廷的局势，卡瓦洛从比索对美元的汇率锁定策略转到货币选择策略。这一计划在别的国家都曾很起作用，但在阿根廷的这种情况下却没有效果。行动的时机不妥可能是主要问题所在。当时金融市场理解为:改变汇率

[1] “Argentina's central banker sacked”, BBC (26 April 2001).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

锁定的建议意味着在不久的将来比索将会分阶段贬值，那样会损害持有阿根廷债券的外国人的利益。当投资者纷纷逃离时，阿根廷政府的债务成本急剧增加了。

危机高筑

在国际货币基金组织的建议下，阿根廷政府尝试降低债务负担，其当时的债务等于阿根廷国家经济规模的50%了。在新政府就职的第一个星期里就削减开支大约14亿美元。不久之后，又开始进一步削减开支和提高税收。那时经济增长几乎完全是停滞的。

2000年7月，阿根廷能够以9%的利率借贷，但4个月之后，当其想卖掉债券时，又需要以16%的利率偿还。

在绝望中，阿根廷从债券市场转向求助国际货币基金组织、世界银行和美国财政部，所有这些组织都要求阿根廷强制实施第七次紧缩措施。作为其中要削减的一部分，因为现金匮乏，担任重要职务的公务员的薪水则是以美元借据(IOUs)的方式支付的。继而，很多人因愤怒不满而罢工了。到2001年12月之前，失业率达到了20%。国际货币基金组织引用阿根廷无力进一步进行必要的预算削减为例拒绝发放13亿美元的贷款。

阿根廷的金融资产也荒废了。阿根廷股票指数(MERVAL Stock Index)一夜之间下跌超过7%，而阿根廷政府债券的收益骤升了42%，超过了美国国债的收益。[1] 然而，不只是外国投资者为之震惊，看出不祥之兆的阿根廷国内消费者纷纷涌到银行提款，引发了银行挤兑现象。政府迅速作出回应，冻结了所有银行账户，并接着对提取金额做了严格限制。阿根廷的经济实际上陷入资金短缺的困境。在2001年圣诞节的前一周爆发了街头暴力抗议事件。

BBC对于当时在阿根廷发生的事件的评论特别引起了关注，评论强调说危机结束来得很突然，然而，曾经积累的过程还是很缓慢的：

"阿根廷严重的经济危机已经酝酿很久了，但是，它引发的暴力事件和严重的政治分歧出现得很突然。在周三的日间，当政府的紧缩措施还在持续的时候，这个国家出现了10年以来最糟糕的一次暴乱。在首都布宜诺斯艾利斯，有人在

---

[1] David Litterick, The Telegraph (11 December 2001), www.telegraph.co.uk/finance/economics/2745217/Argentina-bond-yields-hit-42pc.html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

撬开商店，并企图运走他们所能抢掠的一切时，警察发射了催泪弹和橡胶子弹驱散他们。动乱还扩散到了其他地区，不久之后，多明戈·卡瓦洛主动辞去了中央银行行长的职位。[1]

拖欠还款

圣诞节前夜，阿根廷停止履行还贷责任了，暂停支付 618 亿美元国债和 80 亿美元其他债券。[2] 在这个阶段，拖欠的贷款中还没包括价值为 324 亿美元的债务服务费用，以及向国际货币基金组织、世界银行和美洲开发银行等借贷的大约 423 亿美元的担保贷款。虽然如此，正如贝尔(Baer)、玛戈特(Margot)和蒙特斯·罗哈斯(Montes Rojas)所评论的那样，这次的拖欠贷款的总量当属拉丁美洲经济历史上最多的一次，总共未偿还的贷款为 1 530 亿美元，而停止履行还贷就达到了 820 亿美元。

阿根廷比索从美元汇率限制的紧身衣中解脱出来之后大幅度贬值了。阿根廷的贸易信贷被阻止了，出口大幅增加，进口大幅缩水，同时，导致很快出现了国际收支差额盈余。农业商品和工业产品的定价对于国外的买家非常有吸引力，由于停止履行债务，政府不再支付巨额的利息了，赤字问题也减轻了。

与此同时，进口货物变得非常昂贵。这再次对国家贸易平衡起到很大的积极影响。此外，阿根廷巨额国债赤字的主要原因之一——国家需要支付的巨额债务利息——也由于不履行债务责任在瞬间消失殆尽了。[3] 到 2002 年之前，阿根廷已经恢复了对出口货物的价格控制，出口商获得的利润开始大幅上升了。经济开始突飞猛进，确实是在强力反弹了。经济过热引发了通货膨胀，通货膨胀问题继续成为阿根廷的另一个主要问题。

从过去危机中总结教训

既然我们已经对之前发生的债务危机有所了解了，从中总结出我们可以吸

[1] news. bbc. co. uk/1/hi/world/americas/1720915. stm
[2] Cited by Baer, Margot and Montes-Rojas, “Argentina's Default and the Lack of Dire Consequences” p. 11.
[3] Baer, Margot and Montes—Rojas, “Argentina's Default”.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

取的教训就很重要了。

第一点当然是不履行债务责任让一个国家的地位下降得何等迅速。在其他国家的眼里显然不会造成严重问题，但对于债务危机国家而言，突然会在接下来在几天内达到了紧急的关头，并且这种经济和金融困境会持续很多年。

很显然，主权债务违约和接近违约一点也不算是不寻常的现象。卡门·莱因哈特(Carmen Reinhart) 和肯尼思·罗格夫(Kenneth Rogoff)经过大量的研究巧妙地证明了这些事件在过去的几个世纪或更久的时间已经有频繁发生的趋势了。毕竟，国家累积起债务比寻找解决它们根本上的经济和财务缺陷问题的可行办法要容易多了。

当我们轻松谈论这些危机的来龙去脉时，它们带来的影响常常是深远而持久的，违约引起的争端也会存续很多年。人们广泛认为，阿根廷在 2001 年得以逃脱了历史上最大的主权债务违约责任。然而，在 2012 年 4 月，巴黎俱乐部重申如果阿根廷想重新获得贷款，它必须在接下来的 3 年内偿还俱乐部成员国 90 亿美元，包括 60 亿美元拖欠贷款和未付利息，并且为了表示诚意，首次需要偿还的贷款数目要大。

换句话说，除非有债务正式重组或由债务拖欠国的债权人同意债务免除的协议，否则，所拖欠债务仍然是存在的，利息也会累计的。重新加入借贷团体通常需要债务违约国恢复承担未偿还的债务以及相关的利息责任。因此，债务违约可以保证一国政府一段时间内的债务解除，但最终如果想在合理的条件下重新获得贸易贷款，还必须先以昂贵的代价恢复其声誉。

目前形势

在目前发达国家政府贷款危机中，我们不应该只把目光聚焦在已经调查过的这类债务违约的风险上了。一些债务拖欠可能更加阴险，它们是通过一段时间的货币贬值和通货膨胀形式表现的。当英国被视为是世界上主权债务国家最安全的投资国之一时，英国政府已经忙于试图通过拼命印钞的方式缩小其大量的国外贷款的价值了。到现在为止，国际投资者还没有使用任何有效的方式提出反对，但是，人们开始关注这样做会导致什么后果了。

当一个政府最终在债券到期时以一种 20 年或更久以来一直在贬值的货币

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

偿还时，政府花费的成本比货币不曾贬值的时候当然要少得多了。与此同时，债券持有人的货币购买力就惨遭损失了。然而，这样做的影响就可以将突然的或剧烈的债务违约分散到很多年里悄悄实施违约了。

对通货膨胀策略隐伏的后果冲击的担忧是使中国和美国政府之间形势日益紧张的一个主要原因。中国已经提出“负责的财政政策”，强烈反对美国进一步大规模地放宽货币政策和印钞政策，因为他们担心结果将会导致其所持有的美国国债和美国其他的资产的贬值。

鉴于没有任何一个政府可以免于债务违约的危险，像美国和英国这样西方的主要经济大国都在偷偷地稀释其债务负担，投资者需要清楚知道：甚至公认的无风险的主权债务也需要谨慎处理。当你也许是出于短期的策略原因或者是作为平衡投资组合而去投资时，一定要警惕现在的跨国投资风险比许多年以前要大得多了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章　欧元的未来

没有任何纸币能经得起时间的考验。至少,这是那些支持回归使用可靠的货币,或者说是支持使用黄金的人的咒语。他们提出这样的观点:只有发行货币的政府承诺而无任何别的支撑的货币只是在不停地重复来去匆匆的命运。这样的货币价值最好的命运也不过是随着时间的流逝而缩减,在最坏的情况下就会以惊人的方式崩溃。这种潜在的戏剧性的失败也在等待着欧洲的单一货币。

对欧元崩溃的思考

的确,欧元崩溃可能将是一种令人震惊的事件。在现代,从来还没有一种货币在不复存在时能有这样的地位,在其问世以来短短的几年内就有这样地位的货币也是比较少有的。通常,货币失败只是局限于个别的、经济不发达的国家内部。然而,现在实际存在的风险是:目前现在世界上几个非常重要的经济体所使用的货币——欧元,不久也有可能像匈牙利的辨戈(pengo)和智利的埃斯库多(escudo)那样迈入失败货币的墓地。

正如欧元的消亡将会成为史无前例的事件,由其消亡引发的经济和金融的后果也同样会是前所未有的,当然,也很难准确地去量化那些后果,但似乎很有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能摧毁大规模的财富，其影响力肯定会越过欧元区的边界。举例而言，这一种货币在官方的全球外汇储备中就占了大约 1/4。

不过，前所未有的危机也可能会产生独特的机遇，我们只需要回顾一个恰当的例子，那就是 2008 年的金融危机。据报道，当美国的房市崩盘以及次贷危机的惨败直接或间接地摧毁了大量的财富时，一家由约翰·保尔森(John Paulson)管理的保尔森避险基金公司，却通过准确预测到这次金融灾难而获得 150 亿美元的收益。尤其值得一提的是，这家基金公司不顾官方机构一遍又一遍重复市场健康的承诺而能坚持自己正确的选择。

欧洲单一货币的完全崩溃自然只是一种结局，也可以想象到欧元也将有幸存可能，但会经历一种重大的成员国的变更，或者是大幅度的贬值。这种排列组合是错综复杂的，让投资者可以更深入地探讨它的不确定性。有关其带来的各种后果也有了一些很出色的研究，包括普华永道、《卫报》(*Guardian*)和未来公司(Future Company)都提供了特别有价值的研究。[1]

当我们探索各种各样结局的时候，我们也会陷入“只见树木，不见森林”的危险。值得退后一步，仔细审查一下几个根本问题，例如欧元问世的动力、欧元带来的益处以及是否这些益处仍然以现有形式保持着。同时，我们也需要思考是否还有可能让时钟倒转，回到主权货币的欧洲，如果有可能，欧洲的贸易和竞争力会是怎样的。

欧元区内的紧张

欧元背后的政治意愿

发行欧元的政治意愿仍然继续影响着解决现有的危机问题。到目前为止，没有一个核心欧元区国家，如德国、法国、荷兰，给出任何重要的暗示表明它们有可能放弃使用欧元。正因如此，看起来欧元分解成 17 个不同货币的可能性是很小的，那种可能只会在一系列其他解决方案被尝试后并且失败后才发生了，如法国前总统萨科齐(Sarkozy)在任时曾提到的双重货币联盟。

---

[1] “What next for Eurozone?”, PwC, www.pwc.co.uk/economic-services/publications/what-next-for-eurozone-potential-outcomes-2012.jhtml.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何处理欧元危机

长期以来，困扰欧洲政治的内部紧张氛围也同样影响着欧元危机的进展。即使在欧元区政府面临可能出现的无力偿还债务之前，有关欧洲中央银行应该实施的策略上还存在着根本的分歧。分歧的本质在于：是否欧洲中央银行应该把通货膨胀率严格限制在可控范围？还是为了促进经济增长和提高就业率而需要一个更宽泛的议事日程呢？

在这一争论中，德国和法国总是重要的主角。前者传统上是赞成谨慎的货币政策，而后者一直希望欧洲中央银行能够设法刺激提高就业率以及为有价值的社会项目提供资金支持，这里的"有价值"就等于现如今的法国政府所认为应该做的。这些看法是事出有因的，德国对在两次世界大战之间出现的价格不稳定以及随后发生恶性通货膨胀危机有着根深蒂固的恐惧；法国经历过通货膨胀并得到过其他经济和社会上的好处。

欧元债券

这种处事原则上的根本冲突也表现在他们以不同方式处理目前的主权债务危机上。围绕所谓的欧元债券的发行所展开的重要辩论就是一个经典的例子。法国和其他一些国家支持任何成员国政府都可以发行单一的欧元区范围内的债券。欧元债券将有可能允许像葡萄牙和爱尔兰这样财政上有困难的国家获得贷款，贷款条件将比他们现在各自享有的更优惠。

在近期，欧元俱乐部中经济较弱的成员国经常不得不以比德国更高的利率获得贷款。这与欧洲单一货币出现最初几年的经历大相径庭，那时候不同国家所支付的利率通常是非常接近的。大家争论说欧元债券将会产生类似的效果，不论是哪一个国家发行的债券，所有的成员国都共同地担保这一有价证券。

作为欧洲最大的、最强的经济体，德国担忧欧元债券出现后，自己最后要支付的部分一定比账单中平摊的份额比例高。更确切地说，德国认为自己要承担巨额债务中不均衡的比例，而这笔债务是欧元俱乐部中经济较弱的国家已有的负债和可能继续累积的负债。正因为此，可以理解德国为什么不情愿走发行欧元债券的那条路，至少，要等到葡萄牙、意大利、希腊和西班牙也像德国认为的那样显示出同样的财政廉政的时候。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欧洲中央银行购买政府债券

欧元债券没能问世，法国想通过欧洲中央银行直接投资政府债券减轻欧洲债务危机。加印钞票并用其购买政府债券的做法已经帮助美国、英国、日本和瑞士降低了国家借贷的成本。法国认为购买像葡萄牙或希腊等国家的债务可以给那些身陷囹圄的国家更多宝贵的时间恢复它们的金融秩序并为恢复生产力作出必要的改进，同时还可以避免危机扩散到其他单一货币联盟地区。

还要再次提一下，德国板起脸来完全反对欧洲中央银行购买政府债券的事。德国的担心在于这样的行为会使欧元相对于别的货币大幅走弱，进而会导致通货膨胀。德国害怕那样做并不能鼓励欧元区的"问题儿童"在更加宽裕的时间表里进行改进，反而会更令它们放松、散漫了。虽然如此，如果单一的货币要以现在的形式幸存下来，采用量化宽松的货币政策最终也许是不可避免的。

不可否认，以前在欧洲中央银行掌舵的法国人并没有像现在的法国对量化宽松货币政策的热心。欧洲央行行长让—克洛德·特里谢(Jean-Claude Trichet)坚定地执着于价格稳定的目标，他在最后一年任期里还不断重申欧洲中央银行在过去的12年间取得的最大成就就是一直维持通货膨胀率接近2%的目标。[1] 他的接班人——现任行长马里奥·德拉吉(Mario Draghi)——至今似乎更不积极，这位意大利人采取了一种与其差别不大的方式，在德国的教条刻板政策和法国的敦促启动印钞的政策中斡旋。

贷款给欧洲银行

德拉吉先生的解决方案是以极其低的、甚至是零利息贷出大笔款项给欧洲银行，期限为3年。在2012年开始的几个月，项目开始启动，已有20万亿欧元资金注入欧洲有困难的银行系统。德拉吉先生对那些银行似乎有些非官方的理解：欧洲中央银行为那些银行提供急需资金，作为回报他们将获得的大部分资金都投资到欧元区政府的债券上。然后银行再把那些债券作为继续贷款的抵押品还给欧洲中央银行。欧洲中央银行对这些抵押品的定价有利于债券发行人降低借贷成本。

---

[1] 2011年4月20日，在国际清算银行(BIS)董事们的会谈中，特里谢(Trichet)说道："在欧元使用的第一个12年间，我们实现了维持其价格的稳定，和我们明确的目标是一致的，即维持通货膨胀率在'2%以下，但接近2%'。精确地说，对于3.31亿同胞，我们实现了欧元平均每年的价格增长只达到1.97%。鉴于这个事实，我们备感自豪。在一个风云变幻、动荡不安的时期，持续稳定地控制通货膨胀预期是极其重要的。"www.bis.org/review/r110426a.pdf.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种安排似乎达到了法国想要的结果，而又没有引起德国对印钞的反感。毕竟，严格意义上来说欧洲中央银行并没有介入购买主权债务最直接的方式，这样一来，欧洲中央银行以接受欧洲银行抵押品的形式大大地增强了它的资产负债表。然而，既然接受了抵押品，并以现在的市场价持有，随着需求的增加，欧洲中央银行就能够向欧洲银行要求不同的抵押品。

正如 2012 年 3 月底的情形一样，这个项目大获成功，金融市场对德拉吉先生领导下的的欧洲中央银行的做法作出了积极的反应。几个欧洲国家的借贷成本实际上都降低了，欧洲和别的地方，特别是美国的股票，在 2012 年第一季度明显反弹了。不过，这还只是个开始，也还存在着明显的风险。如果欧洲银行抵押给欧洲中央银行的主权债券将会很快贬值，欧洲银行很快就可能用完可接受的抵押品。

尽管股票市场的回升产生了明显的利好因素，但对于潜在的、正在发生的政府债务危机也不存在什么灵丹妙药。要想最后解决危机问题，欧洲需要实现可持续经济增长和改善各级政府的财政状况。但是，这两个目标之间是有明显冲突的。对于欧洲而言，政府很难在实现经济增长的同时，为了节约资金而解雇大批员工。失业率的上升会削弱消费性开支，反过来也会妨碍经济的增长。

欧元区内部竞争力的差异

造成欧元区内部根深蒂固的紧张的另一个原因是成员国间形成鲜明对比的竞争力。在这一点上，一些核心欧元区成员国（如德国和荷兰）和一些欧元区边缘成员国（如葡萄牙、希腊和西班牙）之间存在着一道很深的鸿沟。全球会计巨头普华永道会计师事务所这样总结了这一问题：

“在过去的十年间，在经常账户盈余的国家和经常性账户赤字的国家也存在着竞争力的差异……从盈余国家到赤字国家的互补的信贷资金流支持着这种规模大、时间久的不平衡存在，也帮助累积起了公共和私人债务，推迟了竞争力的修正，令欧元区的结构性问题仍然藏而不露。”

想知道这实际意味着什么，就要考虑整个欧元区的人工成本问题。在意大利、希腊和西班牙，真正的人工成本自 2000 年以来已经大大提高了，而德国却下降了。就生产成本而言，德国和其他核心欧元区国家就有了重要的优势。对于欧元区边缘成员国来说，这样的结构缺陷的唯一解决方案就是要承受在国内降

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低薪水的痛苦过程。

即使减薪是件极其痛苦的事情，但也是可能的。希腊是最缺乏竞争力的国家了，也已经在这方面取得了长足进步。2012 年初的数据显示，希腊在过去的一年间降薪幅度大约为 11%。在 2012 年 3 月关于希腊的报告中，国际货币基金组织突出强调了希腊的这一进步，但是，这也正是当初这个国家陷入困境的确切过程的开始。

希腊在 2001 年加入欧元区后，它的私营企业债务相对于这个国家的经济规模几乎翻倍了。政府的债务实际上也增加了，从大约占国家经济规模的 100% 增加到 130%。额外的开支也没得到更好的利用，而是用来支持这个国家出了名的好的社会福利了，包括提前退休的养老金。工资的增长率比生产力的增长率要快得多，希腊的通货膨胀率水平也超过了大部分的贸易伙伴。受制于欧洲单一货币政策，希腊的竞争力下降了大约 20%～30%。

尽管这种形势会持续几年，但是，永远不会一直这样持续发展的。债券投资者一直很乐意抱着一种轻松的心态看待希腊故意低估债务，以及其他为了使它能够首先进入单一货币联盟的违规做法。萌芽于 2007 年的信用危机就已经暴露了这些问题。然而，在接下来的几年里，很明显情况变得更令人心痛，希腊已负担不起以市场如今要求的利率重新贷款偿还它的巨额债务了。

为了避免债务拖欠，希腊不得不依靠欧盟盟友的紧急援助。这个至关重要的支持代价很高，然而，欧盟和国际货币基金组织都坚持认为希腊应该忍痛对其臃肿的公共开支进行大幅度的削减。它们也对其通过变卖国有资产筹款没有进展表示了不满。希腊政府也已经为了争取议会中对这些措施的赞同而作出了积极努力。在 2011 年里大约有一周的时间，关于那些措施是否被通过曾一度吉凶未卜。

这一事件给我们的教训就是：金融市场会很快失去耐心，态度的改变可能真的发生在一夜之间，这自然对政治家们集中精力很有帮助。尽管那时已经到了紧要关头，但在几个月的争吵不休和犹豫不决之后，希腊的国会议员已经按市场要求努力做到了，然而，也存在一种真实的危险：在某个时候，它们也可能做不到，那对于各地的市场都有潜在的、灾难性的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债务危机在整个欧盟蔓延

在更广的欧盟范围里，没有其他问题比债务危机的蔓延更明显地显现出来了。由于受到希腊的债务危机的惊吓，市场开始重新审视其他欧盟国家的处境。人们很快就注意到葡萄牙和爱尔兰几乎和希腊的财政状况一样不容乐观。这两个国家的借贷成本迅速上升，也到了需要紧急援助的地步。这种影响也蔓延到了意大利和西班牙，后者在 2012 年 3 月成了人们关心的主要焦点。甚至人们提到法国现在也可能是危机蔓延的潜在受害者。[1]

涉及意大利或西班牙的全面的危机恐慌将会考验欧元区资源的极限。意大利是世界上排名第八的经济大国，西班牙排名第十二，如果救助其中一个这样的国家，整个欧盟将会付出很惨痛的代价。据估计，仅仅是争取时间以便让欧元区恢复秩序就可能要花费 1.5 万亿欧元(2 万亿美元)，到目前为止，欧盟只设法筹集到其中一半的资金。

欧洲金融稳定基金(EFSF)和欧洲稳定机制(ESM)

目前提出的基金计划包括两个。一个是 2010 年 5 月成立的欧洲金融稳定基金(European Financial Stability Facility，EFSF)，这个基金有权通过给处于困境的周边国家提供资金援助以保护欧洲的金融稳定，这个基金能够在欧元区成员国的担保下，在资本市场发行债券和其他债务工具。到目前为止，欧洲金融稳定基金已经提供了 2 000 亿欧元的援助资金，并获得了三家主要信用评级机构中两家的一流信用评级。

然而，欧洲金融稳定基金总是被看作暂时的工具，在适当的时候将会由一个被称为欧洲稳定机制(European Stability Mechanism，ESM)的永久基金所代替。欧洲稳定机制是由欧元区 17 个成员国资助，按照欧洲中央银行基金化比率(Funding Ratio)分配比例，有关欧洲稳定机制的理想规模、是否应该和欧洲金融稳定基金同时存在一段时间还是只是由它接管履行义务的问题产生过很多的争

[1] 2012 年 1 月 13 日(周五)，标准普尔评级机构决定去除法国的三 A 评级。随着评级机构本身的卷入，这一决定可以视为危机"传染"蔓延的症候，也不断加剧了市场信心的衰退。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

议。

德国特别想让欧洲稳定机制的规模尽量小些,将欧洲金融稳定基金的资金包括在它的总资金里。市场(从某种程度上来说是法国)则是想让资金规模尽量大些,并且总体资金里将有欧盟许可的欧洲金融稳定基金的支持,但欧洲金融稳定基金将继续和欧洲稳定机制共同存续下来。由于来自金融市场的不断压力,后一选项最终被采纳了。在 2012 年 3 月 30 日(周五),奥地利财政部长马利亚・费科特(Maria Fekter)宣布了欧洲稳定机制预计在 2012 年中期生效,将有 5 000亿欧元的支配资金,这个数目将不包括欧洲金融稳定基金发行的 2 000 亿欧元救助资金。

在宣布之前,德国总理安吉拉・默克尔(Angela Merkel)和她的财政部长沃尔夫冈・朔伊布勒(Wolfgang Schauble)还竭力争辩说 5 000 亿欧元的长期救助基金应该包含欧洲金融稳定基金已有的 2 000 亿欧元的借贷基金。然而,目前欧洲稳定机制还要加上 2010 年给希腊的 1 000 亿欧元的急救资金,总数就达到 8 000 亿欧元了。法国当时的财政部长弗朗索瓦・巴洛因(Francois Baroin)曾经想让欧洲稳定机制基金提高到 1 万亿欧元,他说:"这在军事计划中有点像核武器的使用选项,放在那里是为了劝阻,而不是为了使用。"经济合作与发展组织(OECD)之前也发表过同样的观点,建议欧盟选择 1 万亿欧元的"防火墙"。

当然,如果基金设立是为了提供给意大利或者西班牙适度的救助,金融市场也就几乎不会得到缓解了。大量的义务就会落在法国和德国的身上,那将会非常影响他们的信用评级,并且抬高他们的借贷成本,因此,这也不是在阻止债务危机的蔓延而是在帮助其蔓延了。从欧盟的角度来看,理想的解决方案将会是从欧盟以外的资源获得大量的资助承诺。

欧盟以外的帮助

中国和日本都特别关注欧元怎样才能不陷入混乱境地。欧盟是它们主要的贸易伙伴,欧盟的瓦解对世界贸易的影响是非常深远的。到目前为止,两个国家已表明了愿意支持欧盟,但要等到受到影响最深的欧盟国家针对其结构性缺陷作出进一步改进的时候。

就采取什么形式支持而言,一个可能就是中国和日本购买欧元区国家的债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券,帮助它们降低借贷成本。在某些欧元区债券市场,已出现了一些重要的神秘买家,也许就意味着这一过程已经在暗中进行了。或者,中国和日本可以直接向欧洲稳定机制承诺提供资助资金,或者大幅度提高它们对国际货币基金组织的捐款。

无论如何,已有越来越多的迹象表明中国和日本可能愿意在不久的将来的某个时候给欧元区提供现金支持。在2012年初,在这两个强大的东亚国家的高层会谈中,它们都同意为此向国际货币基金组织提供额外资金进行密切合作。作为世界上排名分别为第二和第三的经济大国,中国和日本可能在通过承诺向国际货币基金组织提供更多的资金而进行信誉角逐。合作协议中避开了有关提供资助规模的问题,不过也发出了在欧盟的三个最大的贸易伙伴之中,与这两国关系改善的信号(美国是第三大贸易伙伴)。

据路透社报道,为了增强其提供紧急援助的能力,国际货币基金组织正在从成员国中寻求6 000亿欧元的额外资金。欧盟在成功地成立了8 000万欧元的基金后,也已经及时通知了国际货币基金组织,但现在还是希望国际货币基金组织能提供大规模的援助资金以补充欧盟新增强的防火墙。

在2011年11月,国际货币基金组织宣布扩大其全球信贷额度,也就是针对成员国提供一年到两年期限资助的预防性信贷额度(Precautionary Credit Line, PCL)。这种信贷额度的扩大使面临资金周转的困难的成员国有了借贷的可能性,一次可以借6个月。预防性信贷额度不是欧元区特别享有的,但欧元区成员国也可以申请。

国际货币基金组织新的信贷额度又被称为“预防性和流动性额度”(Precautionary and Liquidity Line),为那些曾为国际货币基金组织提供资金捐助的国家提供贷款,贷款额度最多不超过其提供捐助的5倍。假如说意大利是符合“预防性和流动性额度”的国家,如果它提出贷款要求,除了它从欧盟得到的急救资金以外,它还可以从国际货币基金组织得到600亿美元的资助贷款。然而,对于解决欧元区困扰最深的成员国的根深蒂固的结构缺陷,这种通过积聚储备基金来稳定市场的办法是起不到作用的。

欧元区成员国解决内部问题

一些有力的证据表明那些债务危机最严重的欧元区外围国家在降低预算赤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

字方面取得了进展。例如，爱尔兰的财政调整已经达到了国家经济规模的13%。[1] 根据爱尔兰国立高威大学(National University of Ireland Galway)的艾伦·阿亨(Alan Ahearne)提供的数据，这个国家公共部门的工资在过去的3年间已经降低了15%。同样在出口方面有进展的葡萄牙正在向2013年的结构财务调整总计达到GDP 9%的目标努力。

危机问题较严重的两个国家之一的西班牙仍然承受着房地产泡沫破灭带来的痛苦，其银行部门受损很严重。相对于6%的预算赤字目标，西班牙在2011年的预算赤字达到了GDP的8%。然而，这个国家已经建立起了一套新的宪法制度防止政府开支的增长超过整个经济的增长。现在西班牙政府相信本国已在向欧盟的财政预算到2013年以前不超过GDP3%的目标稳步迈进了。

与此同时，意大利的财政状况更好一些。总部位于布鲁塞尔的经济智库布鲁格(Bruegel)的副主任贡特拉姆·沃尔夫(Guntram Wolff)说希腊和葡萄牙的对外负债净值目前超过了GDP的100%，爱尔兰也接近那个水平了，但意大利的对外负债净值目前只是在GDP的20%的范围内。意大利政府虽然累积了大量的债务，但基本上由本国家庭持有的大量资产抵消了。再说，它的银行系统没有向其他四个陷入危机的周边国家提供大量贷款。

事实上，意大利的主要问题可能是它也是受到欧盟债务危机的牵连的国家之一。由于出口和竞争力的削弱，意大利和西班牙的情况很容易被混淆在一起。贡特拉姆·沃尔夫说："很多经济学家可能同意这个观点：除非因市场提高利率而引发自我实现的流动性偿付能力危机，否则，意大利的偿付能力是不成问题的。"[2]

然而，的确不可能确定什么会引发债务危机的过程。金融市场可能会长时间容忍像意大利出现的问题，而之后突然引发可怕的危机。卡门·莱因哈特和肯尼思·罗格夫在探讨了过去200年间的国家负债历史之后作出这样的总结：在突如其来的、给市场信心带来灾难性打击的危机发生之前是不出现持续的提示信号的。[3] 因此，借贷成本的出乎意料的上涨能够迫使债台高筑的政府一

---

[1] Peterson Institute and Bruegel, "Resolving the European Debt Crisis".

[2] 《解决欧洲债务危机》(Resolving the European Debt Crisis)报告见彼得森研究所(Peterson Institute, bookstore. piie. com/book-store/6420. html)。本章关于沃尔夫的内容"The Euro Area Crisis: Policy Options Ahead"，可从该页免费下载PDF文件。

[3] "This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises".

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

夜之间失去偿付债务能力。

无疑欧盟的欧洲稳定机制救助资金也是出于这样的考虑而成立的;它的出现是为了稳定金融市场,并因此阻止一轮突然的、毁灭性的紧张局势。然而,如果在市场真正失去信心的情况下,欧洲稳定机制资金就很有可能像面对大潮的沙堡一样被冲刷得无影无踪。这也是德国财政部长沃尔夫冈·朔伊布勒所表达的观点,他指出:“你不可能用紧急援助资金的数额来说服市场,你只能通过结构调整措施说服市场。”

令人敬畏的朔伊布勒的观点已经受到了欧盟危机的严峻考验。他本人和德国总理安吉拉·默克尔都一直坚持认为,在支持货币联盟方面德国的责任将会予以严格限制,而不会去惊扰金融市场。然而,德国议会成员不断指责这二人逾越了他们保证不触碰的警戒线。

评估回归主权货币

无论是从未来的市场信心会突然丧失的角度,还是从新一届政府有可能离开欧元平台的角度,都没有人可以假称欧洲的单一货币就没有持续性风险了。可以想象,可能某一个经济实力较强的欧元区成员国或者更有可能某一些经济实力较弱的欧元区成员国会选择回归主权货币。特别是像希腊和葡萄牙等国家,在选择回归主权货币、通过货币贬值方式增强竞争力和通过降低薪水的方式解决债务危机的时候,前者显然更具吸引力。

然而,与此同时在债务危机最严重的国家也有人认为放弃欧元所引起的问题至少是和他们现在已经遇到的问题一样严重。重新恢复的主权货币几乎不可避免地相对于欧元的汇率出现大跌。对于那些还将要继续以以前的货币计价的债务,这些国家将无力还本付息。不履行那些债务责任,它们在未来的许多年间从外部贷款将会极其困难,甚至会被迫进一步削减公共开支,那将会比现在的状况更加痛苦。

在这样的情形下,那些债务危机严重的前欧元成员国很有可能还得请求国际货币基金组织的援助。国际货币基金组织有长期的为财政陷入困境的国家提供援助、为必要的经济改革“开处方”并进行监管的历史记录。不可否认,这样的过程对于那些处于困境国家的普通公民也是很痛苦的经历,正如现在希腊所表现得那样淋漓尽致。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于大多数的希腊人而言，外部世界强压给他们的紧缩措施已经引起了极大的痛苦，但至少到目前为止收效甚微。无论是作为一个整体的欧元区，还是像希腊这样经济实力最弱的国家，至关重要的是要展现出他们能够增强竞争力、实施结构改革和恢复财政健康的信心。在市场或者大多数选民失去耐心之前，这一点是否能够实现还需要拭目以待。

万一有一个或更多的欧元区边缘成员国被迫或者选择退出欧元区，欧元区和世界的金融市场一定会经历一段时间的大混乱，将会出现大范围的经济不确定性和紊乱错位。继而可能会发生持续多年的司法争议，因为那些以欧元为计价货币签订合同的国家会突然面临着接受以大量贬值的、总值减少的货币。在退出欧元区的国家里，股票、债券和房地产的价值在事件扩大的时候以及结束之后也很有可能会遭遇大幅度下跌。这种糟糕的结果也会辐射到其他的欧元区国家以及整个世界。

投资者如何应对欧元区形势

在混乱的经济环境里，投资者首先要考虑的是保全自己已有的财富，而不是要想着赚取更多。然而，约翰·保尔森在 2008 年的金融灾难中却大赚了一笔，这也充分证明对于那些有勇有谋的人来说，灾难中也蕴藏着无限的商机。这关键在于怎样尽量回避触碰到某些领域，也同时需要在另一些领域冒些风险。

高收益企业债券

如果欧元区出现部分瓦解，势必会引起市场的动荡，欧洲高收益企业债券无疑会特别容易受到这类动荡的影响。在过去的两年里，高收益债券的表现非常出色，随着许多机构和富豪增加了在这方面的投资比例，已经吸引了大量的资金。如果债券是由脱离单一货币国家的企业发行的，那这类债券的持有人一定会遭受致命的双重打击，一是资金净值下跌，二是大笔的汇率损失。因此，债券市场的这一部分显然是投资者要避而远之的。

尽早自我定位

尽早自我定位肯定是非常重要的。尽管潜在的灾难可能需要很多年的酝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

酿，但是，欧元区的崩溃有可能会以令人惊恐的速度发生。打算放弃单一货币体制的国家会不可避免地采取措施阻止资金悄然离开它的银行和金融市场。因此，其中第一步措施就是要采取限制资本输出的控制措施，像第五章我们讨论过的阿根廷在其经济危机时期所采用的措施一样。在大多数经济薄弱的国家拥有银行账户的公民和外国人都应该考虑把他们的积蓄转到另一个管辖区域。

某些受危机困扰的国家的公民和政府也许已经为此小心谨慎地做着准备了。2012 年 4 月，西班牙最近当选的新一届政府宣布了一项新措施，强制西班牙人向政府公开他们所有的外国银行账户和他们拥有的海外资产持有权。[1]据说这项措施的目的是为了减少逃税漏税而实施的，但是，很清楚它也是将来双管齐下的措施，即为了将来阻止资金撤出这个国家；也可能甚至强制公民遣返储蓄和其他财富。

卖空行为

卖空在欧元区经济最薄弱的国家的股票和其他上市工具是一个撤出欧元区获利的方式。卖空大陆银行股可能特别值得。欧洲中央银行的长期再融资计划(Long Term Refinancing Operation，LTRO)方案已经在鼓励欧元区边缘国家的银行增加对本国政府债券的持有率，因此增加那些银行与主权债务违约的接触。这一冲击波很可能会扩大到幸存的欧元区国家的金融机构的股票。

向经济较强的国家看

甚至在一个更为极端的欧元区瓦解的情境中，比如像德国也恢复了本国货币的情况下，在那些经济状况较强的国家里的资产投资确实会比在经济情况较弱的国家里的资产投资更有可能跑赢大盘。简单而言，投资者通常会逃离那些欧盟的边缘国家，而奔向欧盟的核心国家。尽管不一定是绝对的，但相对而言，德国股票表现特别出色的时候，恢复使用的德国马克比瑞士法郎就更具有避险吸引力了。

当然，如果德国马克恢复使用，相对于其他货币，它肯定会增值，这样就一定会对德国出口业务的竞争力有所损伤。对于德国相当合理的经济基本面而言，

[1] “El Gobierno español controlará las cuentas bancarias en el extranjero”, Deia. com(13 April 2012).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欧元一直很廉价，所以一些出口公司在最近几年鸿运当头，赚了大钱。但如果重新使用一种强势货币，它们的企业肯定在很长的一段时间受到影响，反而会妨碍其企业股票价格的表现。尽管强势的货币有不利的因素，但是，会有很多寻找稳定投资之所的外来资金涌入，像德国 SAP 软件公司和西门子这样的蓝筹股依然会强势上涨。

最可能的结果

作为有责任心的投资者，如果欧元区真的是部分或全部解体了，我们唯一正确的做法是应该弄清楚所要采取的策略。然而，值得牢记的是：欧元区的解体并不是最有可能出现的结果。政治家们首先会帮助欧元维持它的强势。如今的政治领导人想看到单一货币成功的愿望最终会超过他们的民族感情。即使德国对通货膨胀的政策还是持反对态度，欧洲中央银行迟早还是将会采取印钞和购买债券的政策，这些政策外国同行已经成功采用过了。对于欧洲和世界来说，欧元走弱比欧元消亡更容易接受些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章　华尔街上的恐惧和憎恶

如果你是在 2012 年读到这本书，我希望它能带给你一些愉悦的感受。据说，2012 年的某个时候，可能是 12 月份，这个世界就会终结。至少，那是一些现代人选择性地研读古代中美洲日历而梳理出的离奇的预测。（如果你在 2012 年之后阅读这本书，你或许会为自己逃过了末日劫难而庆贺或者为了那个预言的无效而欢呼了。）

在 21 世纪初，流行的神经症就已经很普遍了，有关地球即将终结的最新预言只是其中一个比较轻松的例子了。每隔几周或几个月，新的大众恐惧情绪就爆发了，特别是有关某种大灾难事件或过程的，如恐怖主义、非常规战争、自然灾害、流行性疾病等都一度让人们深处于恐慌的黑暗困扰中。这种恐慌的倾向也似乎被带到金融市场上来了，并产生了一种急性效应。

从理论上来说，金融市场里的投资者都是一些冷静的、精明的人，他们都是只依据冰冷的数据和确凿的事实做出决定的。当然，事实上却常常是大相径庭的。市场也自然会随波逐流。金融历史上的每一个时代都至少引发过一次短期的狂热，通常会有更多次，或许是对于科技公司、一些热捧的新衍生产品或者是一种新的估值方法等的狂热。每一次的狂热都持续短暂，之后或悄然销声匿迹，或者落得声名狼藉。这也和金融市场的恐惧一样，只是风行一时。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恐惧成风

当然,恐惧在金融市场几乎不是什么新现象。很早就传言,恐惧和它的"同伴"——贪婪——是促使交易资产价格变动的主要力量。在最近几十年,行为金融学已经在解释情绪如何引发市场表现方面取得了很大的进步,但是有关市场在过去几年里出现的明显的恐惧特征却很少有人谈及。

试着了解恐惧成风的现象是值得我们花点时间的。如果是不合理的,它也许会为我们提供投资机会;如果它仅仅是和市场没什么真正关系的干扰噪音,我们可以排除它的影响,把精力集中在真正有意义的事情上。为了把握这种现象,我们因此需要进一步探讨恐惧的性质。

2010 年 9 月 11 日的恐怖主义袭击

自从 2001 年 9 月 11 日之后,恐惧成风已经变得很明显了。那一天恐怖主义对美国的袭击很显然也是我们这一代人记忆中最典型的事件之一了。每个人都还清楚地记得在听到有两架飞机撞击世界贸易中心的双子塔时自己身处何处。爆炸声和随后的双子塔的倒塌不只是 21 世纪最惊心动魄的新闻画面了,而且袭击给那些事发当天在纽约以外的人们也造成了心理影响。

在这次暴行引起的直接后果中,据估计 2/5 的美国人有特别紧张的症状。密歇根大学的艾维・图索(Ivy Tso)和其他研究者一起进行了一项研究,评估一些普通大众对"9・11"袭击画面作出反应的大脑活动,研究发现他们大脑中所反映出的紧张和焦虑远远超过正常的情况,并且本质上和创伤后应激障碍(Post-traumatic Stress Disorder,PTSD)是类似的,只是没有那么严重而已。[1]

创伤后应激障碍是一种由于恐怖经历而导致的很普遍病症。参与过前线战争的战士们通常会有创伤后应激障碍症状,但是也会发生在一些目击过一些令人痛心的景象的人身上,比如家庭暴力、事故或灾难的目击者。创伤后应激障碍具体表现症状有:愤怒不满、睡眠问题、记忆重现和过度警觉等。患者经常也会

---

[1] "Many Americans Stressed on 9/11, Even Though They Were Not There", Mental Health News Today, (21 September 2011); and "The September 11, 2001 Terrorist Attacks: Ten Years After", *Journal of Traumatic Stress* 24:5 (October 2011), pp. 495—613.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认为他们未来在很多方面会受制于其他人,不再正常了。[1] 1/3 的患者会终生承受痛苦,特别是当创伤的记忆不断重现的时候。

恐怖主义袭击的遗留问题

尽管恐怖主义袭击已经过去 10 年多了,但是,它依然遗留给我们很多问题。为回应这种暴行,美国发动的反恐战争在 2012 年初还在进行着。据估计,在对阿富汗、巴基斯坦和伊拉克的军事行动中,伤亡人数超过了 23.6 万人,主要是那些国家的老百姓,然而,其中也有 8 000 多名美国军人和承包商。据说美国财政上的开支,包括额外的未来的医疗费用,大概多达 3～4 万亿美元了。[2] 这里说的人员和财政损失不包括像英国和澳大利亚这样的美国同盟国所蒙受的损失。

甚至对于那些选择忽略媒体不断对"9・11"之后冲突报道的人们,实际上也存在着其他的对于那天回忆的提醒物,当然,这也不仅仅是针对美国人的。几乎在世界各地,如果你乘飞机旅行,都会找到明显的例证。每次我们在机场安检处都要排上半个小时的队,然后脱掉鞋子进行 X 光检查,不管我们愿意与否,我们也都参与到了这样高度怀疑和恐惧的氛围里。

即使政治家和媒体不一定是出于相同的原因,他们在推动"9・11"后的恐惧文化里也都起到了关键的作用了。对于政治家们来说,袭击带来的后果是给了他们巩固和延续国家政权的机会。在全世界范围内,有 100 多个国家制订了法律,并采取包括前所未有的跨国行动等其他措施明确从财力上支持反恐斗争。[3] 非常巧合的是,新的规定使政府监管和控制每一个公民的财务行动也变得更加容易了,而不只是那些可能的"圣战分子"。

除了那些出于思想上的原因支持反恐战争的媒体以外,报纸和电台也一直积极地充当着"9・11"之后恐怖主义威胁的传播者。众所周知,好事不出门,坏事传千里。何况是这样令人震惊的坏事——袭击纽约和华盛顿这样骇人听闻的活生生的实例呢? 无疑就会是传得最快、最广的新闻了。正如我们不久要看到的一样,媒体已经致力于宣传过去十年发生的一系列恐怖问题。

---

[1] Diagnosis of PTSD-Persistent avoidance and emotional numbing(www.supportforptsd.com/PTSD-Diagnosis.aspx).

[2] Estimates from Costs of War (www.costsofwar.org).

[3] "Progress in the War on Terrorist Financing", The Investigative Project on Terrorism (11 September 2003), www.investigativeproject.org/documents/testimony/60.pdf.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不可否认，"9·11"的暴行的确是发生的真实事件。许多后续的影响，如反恐战争，也同样是不可改变的事实。但这些事件对人们心理状态造成的影响也是很明显的。我们已经谈到创伤后应激障碍的症状里包括高度警觉，并且认为自己的未来将会以不同寻常的方式受到制约。这也很好地描述了在"9·11"事件之后西方国家里许多人对前景的看法，或许对于金融界也特别适用。

金融业也是"9·11"袭击的最前线。世界贸易中心大楼离华尔街金融中心仅一两个街区。罹难者中有许多是金融投资从业者。大厦的使用者都是些家喻户晓的金融公司，他们在事发当天也都有员工遇难，包括美国证券交易所(American Stock Exchange)、坎托·菲茨杰拉德(Cantor Fitzgerald)证券交易公司、花旗集团 (Citigroup)、瑞士信贷(Credit Suisse)、德意志银行(Deutsche Bank)、美林证券公司(Merrill Lynch)、摩根士丹利公司(Morgan Stanley)、宏达理财(TD Waterhouse)和瑞士联合银行(Union Bank of Switzerland, UBS)等。对于这些大公司的许多雇员而言，无论是在美国还是在世界其他地方的分公司工作，他们都感觉好像是自己亲身经历过这次袭击似的。

这次暴行在美国国内和世界范围内引起的直接金融后果是令人吃惊的。在当天一早撞击双子塔事件发生后，纽约证券交易所休市，并在接下来停业三天，这是自 1933 年金融危机过后停业时间最长的一次。在伦敦，仅在"9·11"事件当天英国富时 100 指数(FTSE 100)就下跌了 7.6 百分点；摩根士丹利世界指数(MSCI World Index)在 9 月 11～21 日下跌了 14 个百分点，这个指数涵盖了全球的发达国家股票市场。

令人吃惊的是，抛售没有持续多久。在连续下跌到 9 月 21 日之后，证券市场出现了强劲反弹。美国标准普尔 500 指数(S&P 500 index)在袭击过后 13 个交易日就恢复到 9 月 10 日收盘的水平，并且上涨的趋势一直延续到 12 月。尽管这次是急剧而短暂的反弹，但最初给社会造成的心理上的损失在这段时间变得很明显。恐惧成风正式开始了。

剖析恐惧

我们暂停一下，先来简单探讨一下恐惧的本质。在 2007 年，两位英国作家克里斯多夫·布克(Christopher Booker)和理查德·诺斯(Richard North)合著了一部书，是有关解决他们所认为的当今一些主要公共健康恐惧要付出的代价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的研究成果，包括被动吸烟、沙门氏菌和气候变化。书中，他们提出的恐惧包括七种基本特征。[1]

根据布克和诺斯的研究，当一个真实的问题被极力放大后，特别是当其不恰当地和一个不相关的问题混为一谈时，恐惧就产生了。恐惧也一定是得到了一些来自科学家或其他被冠以专家名号的人物的认可的；还需要有广泛性，就是几乎每个人都要受到这个传闻问题的影响。同时，从某方面来说又是新鲜的、神秘的，允许人们肆无忌惮地猜测。媒体还必须对这种恐惧推波助澜，当政府意识到的时候，危机就到来了。最后，真相就浮出水面了。

布克和诺斯的所说的恐惧和自"9・11"事件以来惊扰金融市场的恐惧是有稍许不同的，后者倾向于特别关注可能会被说成世界末日般的结局，特别包括战争和瘟疫。更进一步就是布克和诺斯所记录下来的许多种恐惧是持续了几个月或者甚至几年的，市场的世界末日般的恐惧发作是在几周或几天之内来去匆匆的。

炭疽病和生物战的恐惧

"9・11"事件之后大约一周之内出现了第一个短期的恐惧。当美国仍然处于可以理解的一片完全被前所未有袭击带来的震惊的状态时，只有部分得到解释，一系列媒体机构和两个主要的政治家收到了一些包含炭疽病真菌孢子的信件。大约有 20 人左右染上了与炭疽病相关的传染病，其中有 5 人死亡。其中有些信中还有一些被认为有反美、反以色列和亲伊斯兰的口号。

炭疽运动确实突然成功地让恐惧进入许多普通美国人心里了。据报道，在美国人们恐慌地购买逃生的装备，包括对被称为"NBC"的或者核生化武器防护服装的大量需求。这种恐惧还扩散到美国以外的国家，据说在大西洋另一边的英国，许多军需用品店已经售完了防毒面罩。[2]

媒体和各路专家甚至在致命的邮件运动开始之前就很快对炭疽恐惧给予了证实。第一封炭疽邮件的邮戳盖的是 9 月 18 日、新泽西的首府特伦顿（Tren-

[1] Christopher Booker and Richard North, *Scared to death: From BSE to Global Warming -Why Scares Are Costing the Earth* (Continuum UK, 2007), pp. 164—166.

[2] Clive Cookson, "Health bodies warn on danger of germ warfare", *Financial Times* (26 September 2011).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ton)。在9月11～18日之间，在美国新闻资料里出现了40篇有关生物恐怖主义的文章，至少有五篇是袭击发生前的，其中一些文章的语气是非常耸人听闻的。

举个特别典型的例子，在9月17日的《华盛顿邮报》上刊登了一题目为"生物恐怖主义：更具毁灭性的威胁"长篇文章，文章一开始就描写了一架小型私人飞机可能被用来装载能感染成千上万的致命的病毒。引用一传染病学术研究人士的话来说：来自生物恐怖主义的威胁比常规的袭击要危险很多倍。总结部分指出这个国家完全没有为这个新的人工灾害的新时代做好准备，也没有提供任何备用资金。[1]

政府也迅速提出警告生化战争的新风险。9月23日，有消息传开，声称基地组织特工人员想获取这样的飞机，据说目的是把致命的病菌播撒在美国的城市。联邦调查局(FBI)命令所有轻便播种飞机必须停飞24个小时。[2]

财经媒体和市场的反应

财经媒体和主流媒体一样对非常规战争的主题展开热议。在9月19日的《华尔街日报欧洲版》中刊登了一篇题为"生化威胁逐步逼近美国"的文章。[3]文中还指明了人们突然间对购买那些能从社会最新、最黑暗的恐惧的威胁中受益的公司和行业的股票产生了热情。

在那个时期，投资者争相买入的企业股票除了军事硬件的制造商和安全服务的供应商企业外，还有制药和生物科技行业。这些行业的股票在袭击发生之后跌幅比市场其他行业的股票小，并且在市场反弹时，表现远胜过其他股票。例如，在英国，富时350指数(FTSE 350)制药和生物科技行业股票9月11～21日的跌幅是5.8%，相比之下，英国市场股票的整体跌幅是12.5%，当股票恢复上扬时，制药股继续跑赢大盘。

然而，买入制药股的逻辑充其量也只能说是很模糊的。只有几家公司是直接受益于过于夸张的生物恐怖主义的传言，并且那个时候也只是在很小的程度

[1] Rick Weiss, "Bioterrorism: An Even More Devastating Threat", *Washington Post* (17 September 2001).

[2] Julian Borger, "Cropdusters grounded in poison alert", *Guardian* (24 September 2011).

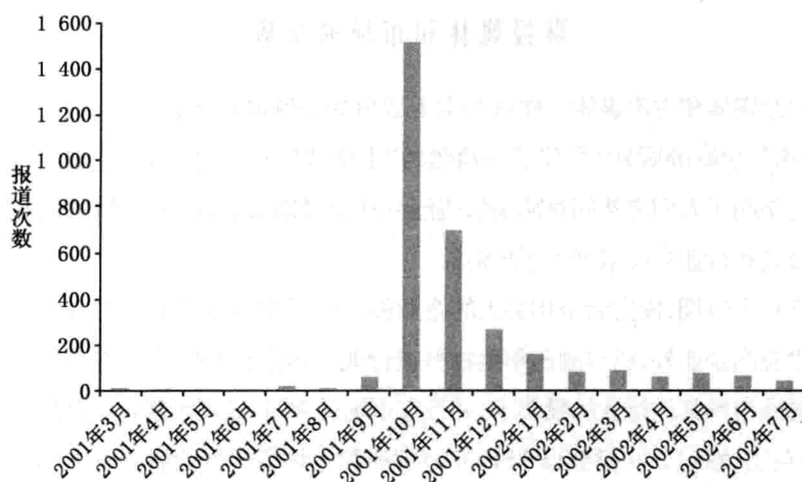
[3] John J. Fialka, Marilyn Chase, Neil King, Jr., and Ron Winslow, "Attack On America: Chemical, Biological Threat Looms Larger for U.S.", *Wall Street Journal Europe* (19 September 2001).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上有那种可能性。例如，德国的拜耳公司就见证了它们的治疗炭疽病的盐酸环丙氟沙星制剂(Cipro)销售量剧增，其股票价格大约从恐惧爆发时一直到10月中旬都在当地股票市场指数中表现不俗。

另一方面，英国的一家生物技术小公司阿卡目比斯(Acambis)从美国政府接到一笔4.28亿美元的订单，为每一位美国公民生产一种天花疫苗。在"9·11"事件发生当晚公司股价是1.21英镑，到了10月26日就上升到2.89英镑了，涨了1倍多。然而，这种情况肯定属于例外，而且不合乎规律。

除了制药和生物科技股短期飞速上涨外，市场中对炭疽病的恐惧也是稍纵即逝的，这一点从财经媒体关注这一话题的程度就显而易见了。在含有病毒的邮件被寄发出去几周后，在世界范围内的财经出版物上谈论与炭疽病的文章急剧增加，正如图7.1中所示，这种激增的兴趣在10月过后就逐渐衰竭，尽管还保持着比炭疽病袭击之前所看到的一般水平稍微高些。



资料来源：法克提瓦(Factiva)公司：银行和信用出版物。

图7.1　2001～2002年财经媒体报道的炭疽病情况

当生物恐怖主义恐惧逐渐消失的时候，投资者重新把它们的担忧聚焦在更传统的风险资源上了。两个巨头公司——安然(Enron)和环球电讯(Global Crossing)——的大规模破产，以及美国经济的疲软都成为2002年市场关注的焦点。然而，对于世界金融市场来说，下一个世界末日般的恐惧已经在酝酿了，这一次离华尔街很远。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非典型性肺炎(SARS)

2002年的11月,在中国广东的佛山市,有一名商人染上一种很蹊跷的病毒。在他入院不久,几个医护人员感染上了这种病。接着,病毒扩散了,住在附近地区的有好几百人都感染上了。除了有类似流感的症状外,那些患者还会出现呼吸困难的症状。中国政府在最初阶段没有公开这种流行病的消息,当时,广东居民争相购买陈醋,因为民间传言陈醋可以治愈这种新型瘟疫。

这种被称为非典型性肺炎(Severe Acute Respiratory Syndromes, SARS)的疾病不久就蔓延到广东以外的省市了。中国香港、新加坡、越南、泰国以及加拿大都出现了这种病例的报道。病毒通过咳嗽和打喷嚏,以及其他身体接触在人与人之间传播。大约1/5的被感染者都是与患者有近距离接触的医护人员。从2002年11月～2003年7月,在全世界范围内,总共有8 096人感染了这种病,约不到1/10的人死亡。

根据布克和诺斯提出的理论模式,SARS达到了所有有关恐惧的标准。就疾病而言,它确实是个新奇的、疑难的疾病。中国政府开始想封锁疾病爆发的消息只是让疫情变得更严重了些。疾病很快传播到许多国家,从而也在凸显一种危险——几乎每一个人都是潜在的受害者。各国政府都很快认识到这一问题,媒体也给予了充分的报道,当然偶尔也有点危言耸听。

最初公开SARS消息时正巧赶上美国和同盟国准备发动攻打伊拉克战争。3月14日,当报道也处在初期时,英国广播公司播报了一名在中国香港一家医院工作的权威外科医生所写的一篇文章,安德鲁·伯德(Andrew Burd)教授以这样的话作为他的专栏稿的结束:"我们是在战斗,但我们的敌人没有姓名、没有身份。这一事实轻易让布什和萨达姆的噩梦般的幻想黯然失色。在当下,伊拉克在中国香港已经不是个问题了。"[1]

另一个更令人觉得恐惧的专家警告来自于伦敦发展管理学院的帕特里克·狄克逊(Patrick Dixon)博士。他警告说有25%的几率SARS会演变成全球性的流行病,估计一年可能有超过10亿的人会感染到。澳大利亚的一家报纸挑选了

---

[1] Professor Andrew Burd, "An invisible killer in our midst", BBC (14 March 2003).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个犹如世界末日到来的预测刊登在头版,标题为"比艾滋病更恐怖"。[1]

SARS的确是一种疾病,但事实上比媒体信口宣传得普通多了。主要问题出在媒体并没提供事情发展的来龙去脉。我们单独来看,全世界死于SARS的只有774人,而这还是包括数月以来许多国家的死亡人数的总和,这样一来,这个病听起来就不那么令人惊骇了。在美国,1976～2007年,平均每年因普通的、季节性流感致病死亡的人数大概是29 916人。[2] 在这个基础上,在2002～2003年全世界因SARS而死的患者人数是不足以造成惊慌的。

SARS对金融市场的影响

那时候,SARS无疑也对金融市场造成了影响,这种影响主要集中在病毒感染严重的东南亚一些地区。中国香港的股市在2003年3月初到4月末比美国的标准普尔500指数表现差,落后了15.8个百分点。新加坡股指落后了9.9个百分点,中国股指落后了9.3个百分点。旅游和旅游相关的股票受到的打击最大,亚洲酒店类股票落后于世界股票指数20.3个百分点,亚洲航空股落后了23.5个百分点。[3]

大约与此同时,美国和欧洲的股市出现了令人信服的反弹,许多投资者,特别是那些私人投资者,都错过了机会。受到广泛尊重的股票评论专家——摩根士丹利的斯蒂芬·罗奇(Stephen Roach)——曾经预测过2003年世界范围内的经济不景气,他总结说是这种对SARS恐惧的情绪影响了投资者,他把SARS说成是"棺材封盖的最后一颗钉子"。[4]

SARS的蔓延到2003年夏初逐渐告终了,显然,"SARS是比艾滋病更恐怖"的流行病的说法是站不住脚的,相应的新闻宣传也逐渐地偃旗息鼓了。从图7.2中可以看出,媒体有关SARS的报道在2003年初急剧增加,但之后就开始逐渐减少,尽管不是在突然间完全消失,也只是延续了半年之久。

---

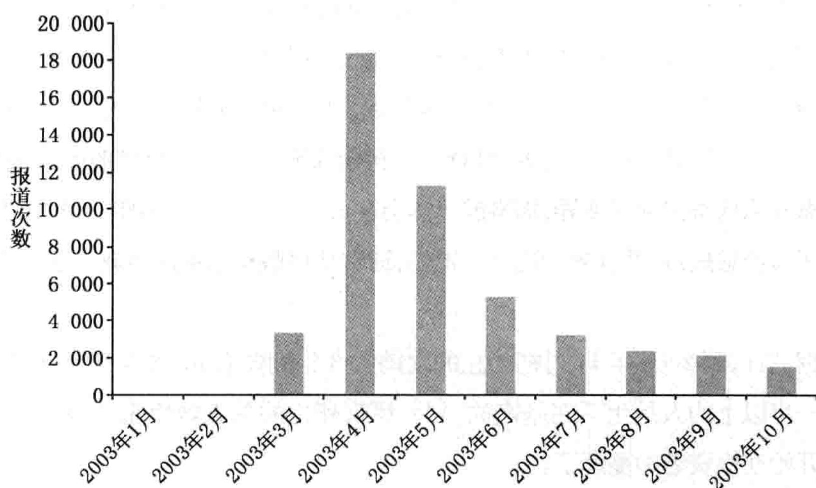
[1] Simon Benson and Anna Patty, "Worse than Aids", *The Daily Telegraph* (25 April 2003).

[2] "Estimates of Deaths Associated with Seasonal Influenza, United States, 1976—2007",Centers for Disease Control and Prevention(www.cdc.gov/mmwr/preview/mmwrhtml/mm5933a1.htm).

[3] Michael Morgan and Chris Flood, "SARS sends Asian economies into downward spiral", *Financial Times* (25 April 2003).

[4] "Battling SARS: Top Economist Expects Global Recession", *Wall Street Journal Asia*; and "Morgan Stanley"s Roach Calls Deadly Pneumonia "Another Nail in the Coffin" ',Capital Markets Asia (4 April 2003).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:法克提瓦。[1]

图 7.2 有关 SARS 的新闻报道出现频率变化

尽管 SARS 没有成为 21 世纪第一个全球性的瘟疫,科学家还是热衷于强调那种全球性的流行病是推迟到来了。在这次疫情发生的过程中,报道中引用了许多有关以前致命病毒的参考资料,特别是 1918 年的西班牙流感和 1968 年的中国香港流感。英国一家报纸报道说:"健康专家说:自上次流行病爆发以来已过去了 35 年了,由强大的新病毒引起的流行病的出现只是个时间问题。"[2]

禽流感

禽流感的确是下一个短暂地影响金融市场的恐惧之源。禽流感或者说是家禽流行性感冒,早在 SARS 爆发的同时就已经在亚洲出现了病例。尽管这种特殊的流感病毒在 2004 年几乎完全只限于在鸟类间传播,但持续在整个亚洲地区蔓延。不过,那时一些专家已经开始提醒公众做好最坏的打算了。

2003 年 3～4 月,在《美国科学家》(*American Scientist*)杂志上刊登了一篇由罗伯特 · G. 韦伯斯特(Robert G. Webster)撰写的文章,他指出:"世界正挣扎

[1] References to Severe Acute Respiratory Syndrome (SARS), all publications in English.
[2] "Global killers-Invisible threat of mutant bugs", *The Scotsman* (17 March 2003).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在一种能够毁灭掉人类一大部分人口的流行病的边缘。"韦伯斯特教授是一位病毒学家，他援引了西班牙流感来支持自己的观点，那次是发生在第一次世界大战之后，曾夺走了 2 000 万～4 000 万人的生命。"许多流行病学家认为类似的情景将会再次发生，但这一次会更加糟糕"。科学家所勾画出的噩梦般的情景是：如果禽流感病毒出现了变异，病毒就可能会在人与人之间直接传播。过去，人类感染了禽流感病毒，并且死于这种病毒的，通常是那些和家禽近距离生活过的人们。

据估计，到 2005 年 11 月初为止的之前的 3 年间曾有 60 多人死于禽流感，其中一半以上的人是生活在越南的。[1] 尽管死亡的总人数完全不算多，但是恐惧开始在投资者中蔓延了。

亚洲发展银行是一个为了消除亚洲地区贫困的跨国组织，在其中工作的一位经济学家暗示说全面爆发的禽流感可能会让亚洲损失几百万人生命，让亚洲的经济增长方面损失 2 500 亿美元。[2] 如果被感染病毒的鸟类迁徙到亚洲之外的地区，预计厄运也即将降临在那些更遥远的地区。

蒙特利尔银行的利时证券公司(BMO Nesbitt Burns)是一家很出名的证券经纪公司，来自于它的警告可谓是最严厉的警告之一了。2005 年 8 月，在一个公开报道中，蒙特利尔银行的利时证券公司的首席经济学家雪利·库伯(Sherry Cooper)警告说禽流感大流行将会带来类似于 20 世纪 30 年代大萧条的影响。可能会出现这些严重的后果：房地产价格的暴跌、急剧增加的破产以及保险行业的锐减。库伯说："坦率地说，我们的失业率可能不会再是 30%～40%了，因为很多人都因病而死了。劳动力将会出现短缺。然而，与此同时，全世界的经济也完全有可能陷入危机。"[3]

蒙特利尔银行的利时证券公司的分析也得到了来自科学界的认可。明尼苏达大学传染病研究和政策中心主任迈克尔·奥斯特霍尔姆(Michael Osterholm)博士说金融业最终清醒地认识到流行病会给经济带来的危险了，并且前所未有的国际贸易的崩溃可能即将发生。他还补充说："我们最近几年曾经经历的所有

---

[1] Luz Baguioro, "Singapore, HK worst hit if bird flu spreads", *The Straits Times* (4 November 2005).

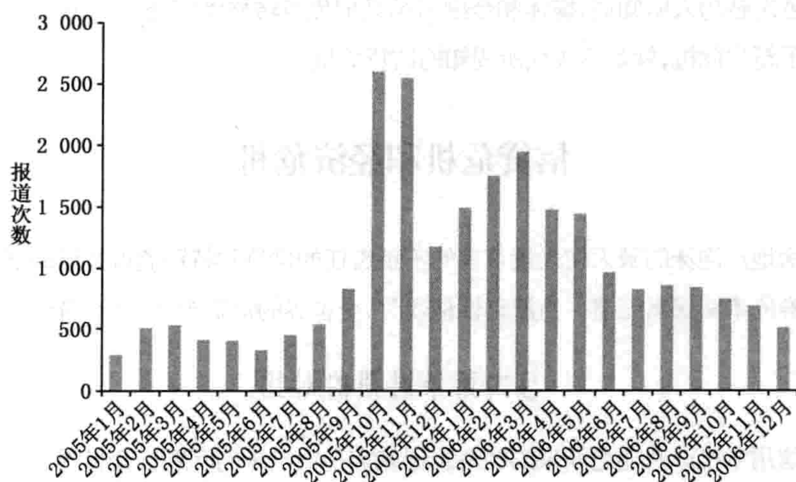
[2] David Lague, "Asian bank sees huge flu impact on economy", *International Herald Tribune* (26 October 2005).

[3] "Flu pandemic could trigger a Depression", *The Toronto Star* (17 August 2005).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他的灾难最多会让我们在边界上放置屏风门，但流行病的灾难将会让我们紧紧关闭上一扇六英寸厚的钢板门。”[1]

当离亚洲很远的地方、甚至是远在欧洲，包括罗马尼亚和克罗地亚，也出现了鸟类死亡的现象报道时，媒体对禽流感的关注急剧增加了。在 2005 年 8～10 月，英文新闻资料中有关禽流感的文章数量增加了 5 倍，有关新闻媒体报道的狂热在那个时候达到了高峰。之后，在 2006 年的第一个季度，随着法国、希腊和意大利也都出现了因感染流感而死亡的家禽的情况，媒体又进一步进行了系列报道。图 7.3 所呈现的就是媒体上有关禽流感相关话题的报道资料数量上的变化。



消息来源：法克提瓦。

图 7.3　媒体上有关禽流感的报道资料数量变化

在制药股中寻找庇护

对流行病的恐惧促使投资者再一次买入制药股，而瑞士的罗氏(Roche)公司因其是政府为防止大规模危机发生而指定大量生产抗流感病毒药物达菲(Tamiflu)的制造商而成了第一候选公司。到 10 月 13 日为止，罗氏的股票价格在 3 个月之内攀升了 15%，与此同时，瑞士股指几乎增长了 1 倍。澳大利亚的生物

[1] “Flu pandemic could trigger a Depression”, *The Toronto Star* (17 August 2005).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

群(Biota)公司也是一家生产抗流感抑制剂的生物科技对手公司，它的股票价格在同期竟然涨到 4 倍。[1]

在禽流感恐惧的高峰期，出现了另一个更离奇的赢家，那就是韩国的一家名叫"圃美多"(Pulmuone)的领先的健康食品生产商，产品包括韩国国菜——泡菜(Kimchi)。韩国盛传一个谣言：泡菜是一种辛辣的、调味的蔬菜混合物，可以预防感染禽流感病毒。在周末令人担忧的有关病毒传播进展的新闻报道之后，圃美多的股票价格就上升了 10%。奇怪的是，在 SARS 病毒爆发时，泡菜的预防特性也曾被大肆夸大，导致圃美多泡菜的销量几乎增加了 50%。[2]

随着禽流感病例，包括家禽病例和人类病例，继续在 2006 年和 2007 年被披露而越来越为人所知后，媒体和金融市场又把焦点转移到别处了。2007 年夏天爆发了新的危机，就是不久众所周知的信贷危机。

信贷危机和经济危机

房地产泡沫的破灭使大量荒唐的不负责任的借贷和特别值得怀疑的抵押担保证券的事实暴露无遗。当流动性枯竭时，全世界的信贷市场开始运转失灵了。

与大萧条时期的对比

信用危机以及随之而来的经济衰退确实是很严重的问题。全世界工业生产的破坏程度和 1929～1930 年间的大萧条开始时期的经历相类似，而股票市场和国际贸易开始遭受到的损失比早期的经济萧条时期更严重。[3] 国家经济以令人吃惊的速度衰退，在很多发达国家和新兴国家首次出现了通货紧缩问题。

的确存在着会变得比以前更悲惨的危险情形。早在 2012 年年初，危机问题并没得到明确的解决，而只是转变成了另一种形式。政府在努力避免经济不景气问题时，却让更多的人因背负巨额债务而痛苦呻吟，这些债务是他们在未来很多年里无力偿还的。

---

[1] Nicholas Zamiska, "Flu Scare Leads Investors to Bet On Small Firms", *Wall Street Journal Europe* (13 October 2005).

[2] Zamiska, "Flu Scare".

[3] Miguel Almunia, Agustín S. Bénétrix, Barry Eichengreen, Kevin H. O' Rourke and Gisela Rua, "From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons", *Economic Policy* 25:62, pp. 221—265 (April 2010).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管这次的金融危机和经济危机有真正的本质上的不同，但是很多投资者可能还是不由自主地想将它与20世纪30年代的大萧条作比较，媒体也再次对此推波助澜。在信贷危机发生前的6个月，全世界的英文媒体上平均每月提到大萧条的次数首次达到900次。到2008年10月，在雷曼兄弟（Lehman Brother）公司破产后的当月，这个数字急剧上升到7 540次。在整个2009年里，平均每月保持3 000次的高频度出现。

有关2008～2009年发生的经济危机，完全不同之处在于全世界政府和中央银行都迅速采取了相应措施。在20世纪30年代，各国政府普遍采取的是维持高利率和设法保持预算平衡的措施，而如今的政府正好采取的是相反的策略。发达国家政府所采取的措施力度足以致使股市、商品以及高风险债券从2009年初开始大幅反弹，并一直延续到2012年。

尽管最近几年股市投资也有不错的收益，但是，对经济萧条的恐惧很明显地继续影响着很多投资者，特别是一些私人投资者。媒体提及大萧条时期的资料平均比危机前增加了3倍之多，特别是在网络媒体上，人们有一种强烈的感觉：许多人只是在等待一场金融灾难的到来。

投资者避开股票投资

这种对经济危机的恐惧所带来的实际影响确实让很多投资者对风险资产望而却步了。包括美国和英国在内的许多国家，股票反弹的明显特点是股票的换手率下降。纽约和伦敦的股票交易量自2009年以来持续下降，这在牛市历史上还是前所未有的现象。其中的原因之一很可能就是许多投资者不相信经济或证券的复苏。

美国共同基金中投资者所持有的比例也可以说明这一点。尽管美国的股票市场好转了(到2012年3月为止，标准普尔500指数在近3年增长了1倍多)，但相对于股票共同基金而言，投资者持有的债券共同基金的数量更大。传统上来说，一旦股票市场开始复苏，投资者就已经从固定收益投资转向股市了。

大量投资债券，或者至少投资高质量的债券，是20世纪30年代大萧条时期一个很好的投资策略。在日本，自1989年以来的几十年的经济不景气期间，这一策略对投资者也很有效。这对于那些从“9·11”事件开始经历了一系列精神创伤和恐惧的人们来说，也是很容易理解的投资反应。简言之，许多投资者和评

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论员似乎现在还在准备着经历下一个恐惧事件，也许是欧元区的瓦解，也许是美元的暴跌，也许是像 20 世纪 70 年代石油价格的冲击。

从中吸取教训

这种对令人吃惊的、有新闻价值的风险的持续关注就是行为金融学界所称的“可得性启发法”(Availability Heuristic)。当我们想评估某种事情的可能性时，我们常利用脑海中某些已有的便捷方式进行判断。我们的判断下意识地会受到我们知觉或记忆中的某些事实的可得性程度的影响。媒体上已出现过的重要事件，如恐怖主义袭击、疾病、经济崩溃的预测等，都是我们特别可能在做出判断的过程中所利用的依据。

我们已经看到，关注轰动一时的风险会阻止我们进行符合我们利益的正确可行的投资，也同时让我们忽略另一些不太引人注意、但或许和我们投资更相关的风险。例如，如今人们因为害怕某种极端事件的发生而购买政府债券以避开风险，然而却忽略了自己的投资会随着时间的流逝而出现价值流失，这种价值的损失缘于政府有意但又是在悄然进行的通货膨胀的金融策略。

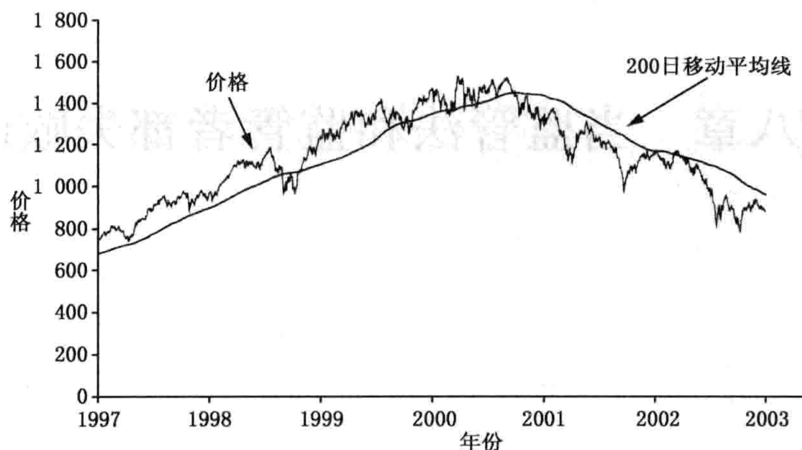
如果说不断受到世界末日到来的困扰的现代方式是不理智的，但逻辑上说它也给我们呈现了投资机会。19 世纪的投资家巴伦・罗斯柴尔德(Baron Rothschild)曾经说过这样的名言：“最佳的买进时机是尸横遍野的时候。”这句话对那些曾经给人们带来恐惧的事件也是适用的。如果是由于某种流行病、恐怖主义暴行或者当时发生的任何恐惧事件引起的威胁，那就只能算是血腥结局的幻影恐惧了。

在这一章里提到的所有例子中，在股票市场里现存的趋势都曾盛行。当投资者可能首先争先恐后地买入军工企业股票或制药公司股票，而要卖出航空股票或酒店业股票的时候，这样的影响几乎总是短暂的。在“9・11”事件之前，美国股票市场已经处于下跌趋势，“9・11”之后持续下跌了 1 年多。当禽流感恐惧来袭时，股市的趋势显然是向上的，市场持续百折不挠地走高了。

因此，对于这些情形的最好的方式就是忽略这一时的瘟病而集中精力观察股票市场的主要趋势。确立股票市场趋势的一个简单方式就是观察指数的价格是否超过 200 日移动平均线，并且这个平均线本身是否在上升或下降。如当股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指价格超过上升的移动平均线时，就可以说是个上升趋势。在“9·11”事件发生前的几个月里，标准普尔500指数一直低于200日移动平均线，并且这个平均线本身也是呈下降趋势的。图7.4所显示的是标准普尔500指数从1997年1月到2002年9月的走势，200日移动平均线是叠加在图中的。



资料来源：汤姆森数据流(Thompson Datastream)。

图7.4 标准普尔500指数上趋势识别

当然，人们很容易充满智慧地谈及这些过去的非理智的恐慌事件。这样做的话，当我们面对将来的恐惧又会有过于自满的危险。也许真的有一天会出现比1918年西班牙流感更具毁灭性的全球的流行病，甚至比“9·11”袭击规模更大的恐怖分子袭击。然而，了解到这些风险的存在，和让我们完全在心态上和投资策略上都受到其影响并不是一回事。因为下一个灾难的困扰，报纸的销量提高了；但通常也使那些受其影响的人在股市中错失良机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章　当监管法和监管者都失败时

公正人寿保险协会(Equitable Life Assurance Society)几乎可以说是最让人信赖的组织了。它是世界上最早的互惠性质的人寿保险公司,于1762年成立于伦敦,开拓了接受投保人的保险费并在他们死后支付给其继承人所有承保金额的业务。在以研究彗星出名的天文学家埃德蒙·哈雷(Edmund Halley)编制的死亡率表的基础上,公正人寿利用科学的方法对必然发生的生命周期进行保险,这也为我们现在所熟知的人寿保险行业奠定了基础。

在公正人寿创立两个半世纪之后,很不体面地被迫关闭了,改做其他业务了。据透露,在2000年,这个历史悠久而受人尊敬的组织却对它的各种投保群体无法履行承诺了,它已经没有足够的风险资金填补缺口了。这一消息对于投保人来说是一个灾难;但对于所有的公正人寿保险协会的员工而言更是一个彻头彻尾的灾难,他们主要都是中产阶级的职业经理人,许多人都是依靠这个企业发放退休金的。[1]

公正人寿早在20世纪80年代就已经意识到要遭遇的困境了。然而,没有人告知企业的监管机构,那些机构监管者也似乎没有在履行监管职能。1993年

---

〔1〕"Glick Report", joint opinion of Ian Glick QC and Richard Snowden for the Financial Services Authority (May 2001).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公正人寿的困境已经为公众所知了，它为了履行其利润分红的承诺而拆东墙补西墙，但监管者仍然丝毫不关心。

直到5年之后的1988年，个人投资管理委员会(Personal Investment Authority)接到许多人的投诉，才促使监管机构对两种不同的投保人澄清权利之争采取法律措施：一类是那些领取担保养老金的人，公正人寿没有资金兑现给他们；另一类是现在购买了养老金的持有人，公正人寿为了弥补不足，实际上挪用了他们的保费，他们未来的回报显然得不到保障了。

在侵犯继承权的听证会后，这个案子被提交到英国最高法院上议院。在2000年7月，法院裁定公正人寿保险协会必须继续履行其保障的承诺。然而，当没钱兑现的时候，这样的裁决没有一点实际意义。不久以后，公正人寿大部分资产都被分割和变卖了。到2008年之前，它的资产价值仅剩8年前的1/4了。[1] 最重要的是，近100万个公正人寿的投保人一共损失了48亿英镑。如果他们在管理得当的公正人寿的对手公司投保，就不会有这样的损失了。[2]

公正人寿的案例也概括反映了监管法和监管者的错误所在。可想而知，在公正人寿的不作为之后，一系列政府报道出现了，来自四面八方的指责将矛头直接指向公正人寿。但是，这一切来得都太晚了，对于那些遭受了沉痛打击的投保人来说已是无济于事了。监管者只是扮演了金融业的病理学家，进行了彻底的、公开的"验尸"工作，而不是像医生面对已经生了病的患者做出相应的干预。公正人寿的案例不是一个孤立的案例，在许多别的案例中，监管者扮演的也只是"事后诸葛"的角色。

在这一章中，我们将看到应该担当监督企业金融活动职责的监管、会计和法律机构失职的具体实例，让我们自问一下为什么会有这么多的失败的实例发生。

监管者和监管法

毫无成效的监管者和监管法也在英国以外的国家存在。我们可能会认为美国会做得更好些。毕竟，美国一直享有非常重视对企业不当行为的美誉，并夸耀有些完整的、重要的公共监督机构，像证券交易委员会(Securities and Exchange

---

[1] Equitable Life, 2008 annual report.
[2] Sir John Chadwick, author of a report in 2008, quoted by BBC, 22 July 2010.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Commission,SEC)和司法部(Department of Justice,DoJ)等。这些机构资源很丰富,对于一些诡诈的骗术有高招,例如:窃听器和防盗报警器。当然,这些美国的监管部门一定会更善于将问题消灭在萌芽阶段了吧?

伯尼・麦道夫(Bernie Madoff)的实例给我们的这种看法泼了一盆冷水。

麦道夫的庞氏骗局

伯尼・麦道夫是史上最臭名昭著的庞氏骗局(Ponzi Scheme)的罪魁祸首。庞氏骗局是一种传销骗局的变异形式,就是以新的投资者投入到基金里的资金偿付给以前的投资者。他操纵这种最典型的伪造投资基金 30 多年了,而基本上没有受到华尔街监管组织的阻碍。[1] 麦道夫声称所要达到的承诺实际上是非常可疑的、难以置信的持续回报,这也曾引起过监管部门的注意,在 16 年里至少对其进行过不少于 8 次的调查,但都没有发现问题。麦道夫的欺诈行为持续进行,达到了史无前例的地步。

麦道夫涉嫌进行着事先泄露消息的暗箱操作,即在代表客户利益进行交易之前就先为自己的公司的账户买入某种证券。美国证券交易委员会(SEC)于 2004 年对其进行了调查,但并没发现什么证据。在接下来的 2005 年,又一次对其交易进行调查,抽样调查了其在 4 天内的一系列交易,却再一次得出结论——麦道夫是按照他所声称的市场策略行动的。[2] 美国证券交易委员会似乎看过了与交易相关的文件,不过未必审查了很难伪造的相应的银行对账单。

梦幻般的回报

在这个案例中,美国证券交易委员会没有调查出麦道夫的违法行为是不可原谅的,因为它很早就收到了有关麦道夫在进行一种庞氏骗局的直接而又详细的指控了。1999 年,在一家期权交易所工作的证券分析师哈利・马克泊罗斯(Harry Markopolous)为了想如法炮制麦道夫的策略和他声称的回报而对其进行了仔细的研究。他不久就发现了这两者都是不可能实现的。如果麦道夫想实施其策略的话,他所需要购买的交易期权是多于在芝加哥期权交易所(Chicago Board Options Exchange)现有的交易期权的。马克泊罗斯直接向美国证券交易委员进行了一系列陈述,并最后在 2005 年递交了一篇长达 21 页的报告,毫不隐

---

[1] Exactly when Madoff.
[2] *Wall Street Journal* (5 January 2009).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

讳地冠以“世界上最大的对冲基金是一个大骗局”的标题。[1]

监管部门可能会为自己诸如此类的失败而辩解说他们的案例数量过多而不堪重负。搜索文件中的线索、寻找具体的违法证据是非常耗费时间的。然而，哈利·马克泊罗斯就能够独自凭借他最初的 5 分钟的怀疑和接下来 4 个小时金融模型实验确认了疑点，有力地戳穿麦道夫的骗局。马克泊罗斯只是后退了一步，问了一些简单但又非常有针对性的问题。

从麦道夫的案例以及近期许多其他大的金融灾难带来的教训来看，恶人作案的细节是无所遁形的，但他们仍然厚颜无耻地生活在光天化日之下。只要花时间仔细观察，所有人都能看出那基本的破绽。麦道夫所声称的引人注目的投资收益，实际上从数学的角度计算是难以置信的。美国公正人寿保险协会分明明是在给成千上万的投保人它无法做到的承诺。

涉嫌操纵 LIBOR 市场

有关监管部门是如何“为树木而错失森林”的最近的一个例子出现在涉嫌操纵伦敦银行同业拆借利率(London Inter-Bank Offer Rate，LIBOR)的市场。[2] 伦敦银行同业拆借利率在世界货币市场上可能是最重要的衡量基准了。LIBOR 衡量的是银行之间借贷要付出的成本，因此，这一水准也帮助确定无数其他利率的计算，从那些个人要支付的利率到那些公司要支付的利率。与此写作同时，大约有 6 万亿美元的金融合约和 LIBOR 相关。[3]

从表面上来看，LIBOR 是不太可能擅自改动的。那样做意味着要影响到那些向专家组提交拆借利率报价的不少家参与银行，参与报价的可能有几十家银行，排行数据供应商汤姆森—路透集团(Thomson-Reuters)从中去掉那些异常值数据。新闻发布机构然后代表英国银行家协会(British Bankers Association)计算出平均利率。操纵 LIBOR 很困难，然而，即使是短时期试图去影响利率也有明显的动机。

想象一下，如果一家大公司或金融机构从一家银行以浮动汇率贷款了，然而，它更愿意支付固定利率，因此，就想确切知道为清偿未来债务它需要付出多

[1] “The Man Who Figured Out Madoff's Scheme”, CBS News(10 June 2009).
[2] At the time of wrting, no charges have been pressed.
[3] *The Economist*, 14 April 2012.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少。所以，它就进入了互换货币协议程序，将它的浮动利率负债转变成固定利率负债。在它签署这一协议时，LIBOR越低，它的借贷成本就越低，如果在借贷数额巨大的情况下，也就潜在地存在着在整个借贷期间节省上百万资金的可能。

有关LIBOR方面出现的问题首次受到怀疑是在2008年的银行业危机期间。尽管那时市场对危机的测算大大增加了，但是，LIBOR的基准还没有出现上升。随后出版的一篇学术研究报告中揭示了银行业在对借贷成本的估算方面出现令人吃惊地紧密抱团，尽管那时他们面临的危机程度有很大差异。[1] 这一次，又是大概过了4年的时间才引起了监管部门的注意，这一事实再次表明了有些事情可能是因为发展得太大了而被忽略。

监管失灵背后的原因

当急需监管的时候，为什么监管部门常常不起作用呢？从广义上来说，监管部门常常更关心过程而不是结果。他们对不太重要的事情太过关注，而没有认真对待潜在的风险，似乎他们有时候也并没有看到更大的图景。

例如，当伯尼·麦道夫进行庞氏骗局的时候，美国证券交易委员会(SEC)在忙于调查是否事实上他在操作投资咨询业务而不是操作基金业务。麦道夫似乎在收受佣金而不是从他的基金中获得利润的百分比，也已经是违反了监管法规了，即使那比他恶名昭彰的欺骗行为之罪轻得多。为了转移监管部门的注意力，麦道夫仅仅在做假账的方法上作了些调整来作为回应，接下来依然继续欺诈几百万对他盲目信任的客户。

确实偶尔大鱼也会上小钩，美国证券交易委员会的所作所为就是一个干扰。如果监管部门能够对公司的运作进行仿造尝试，就像投资分析师马克泊罗斯所做的一样，他们也许就有机会区别轻微违法和真正造成灾害的严重违法了。这并不是说仿造尝试就是一个安全保护的方法，但也许就会是有用的。

另一个问题是，作为公务员，监管者们经常不能完全理解他们负责监管的商业实体的运行方式。与那些商业实体所付的工资相比，监管者的报酬总是很低的，结果就会在监督者和被监督者之间出现才能上的悬殊。那些善于模仿和分析技巧的人很有可能就被诱惑到收入更高的私营公司工作了，而不是进入一个

---

[1] Rosa M. Abrantes-Metz, Michael Kraten, Albert D. Metz and Gim Seow, 'LIBOR Manipulation?' (4 August 2008).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入更低的监管行业。

采用的监管形式

美国

尽管监管法有缺陷，并且那些执法的人也有不足之处，但还是有成功的监管法规的例子。1933 年的《美国银行业法案》，通常也被称为《格拉斯—斯蒂格尔法案》(Glass-Steagall Act)，是为银行客户介绍存款保险、限定州际银行业务以及划分商业银行和证券公司等业务。在这个法案的部分条款最终在 1999 年被废除之前，已有两代人受益了。这个法案限制了银行业务发展的规模，避免了规模太大而导致的风险，也帮助保护了存款人在银行破产时的利益。

无独有偶，与《格拉斯—斯蒂格尔法案》条款类似的还有沃尔克规则(Volcker Rule)，这一规则是禁止美国的银行业为投机性目的进行自营交易的[1]，这也是 2010 年生效的《多德—弗兰克法案》(Dodds-Frank Act)的一部分。沃尔克规则和《格拉斯—斯蒂格尔法案》一样都是很直截了当的手段。例如，一家银行如果进行的是美国国库券方面的自营交易而不是为了大批外国客户而进行的高杠杆衍生品交易，它很可能就会给自己的资金和更多的金融机构带来更少的风险。沃尔克规则阻止了前者，但并不影响后者。

沃尔克规则本身似乎是个很有效的观念，它和其他更多的法案确实有资格被称为金融系统里如迷宫般的、最为复杂的法规系列。沃尔克规则最初只有 11 页内容，然而，在四个监管机构参与讨论后，就迅速增加到 298 页的巨型文件了。按照达维斯 · 波克(Davis Polk)的说法：沃尔克规则只占《多德—弗兰克法案》的一小部分，潜在地回答了 383 个主要问题和 1 420 个附属问题。[2] 达维斯 · 波克来自于一家代表着一些要执行这些法律规则的金融机构的美国律师事务所。

同样的监管部门还要负责将两页有关处理对冲基金的内容改变成 192 页的表格，一些对冲基金估算可能要花费 100 000 美元填完所有表格。[3]《多德—弗兰克法案》总共长达 848 页，长度是《格拉斯—斯蒂格尔法案》的 10 倍。不像 20 世纪 30 年代的旧法案，这个法案实际上对于监管部门来说更像是个模板，可

---

〔1〕 沃尔克规则以前美联储主席保罗 · 沃尔克(Paul Volcker)的名字命名。他在 2009 年 2 月被任命为总统经济恢复委员会(President's Economic Recovery Advisory Board)成员。

〔2〕 *The Economist* US edition (18 February 2012).

〔3〕 *The Economist*, ibid.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以产生出额外的规则而不是实际规则的列表。这个规则像魔术师学徒一样，可以随着柜台交易不断地增加下一个目标，像人们写作时候一样。达维斯·波克为客户亲自作了总结，长达130页，可在事务所的网站上找到。[1]

这里潜在的问题不仅仅是遵从这一规则要付出的代价，而是有关这一原则的潜在困惑。因为它内容太多，没有任何一个主要的金融决策人可能阅读整个法案，甚至那些法规执行专员也可能是凭借律师给他们的概要执行，他们真正研读过的也只是其中一小部分而已。制定这样复杂的规则，除了可以令那些可能会在不知不觉中违法的金融组织不断保持紧张状态，是不太可能到达什么其他效果的，只不过是以银行、金融公司和他们最终的顾客为代价让律师的腰包更鼓。

英国

英国似乎也一样令人遗憾地倾向于大量炮制复杂的法律。英国金融服务管理局(Financial Services Authority, FSA)管理着几乎所有的英国金融服务行业，当然也不可避免地会在2007～2008年的银行业危机之后增加一些法规。据说律师和会计师事务所已经很如释重负了：在金融服务管理局2009年手册——行业监管部门的"圣经"里，总共添加的法规只有6%。从绝对数量来看，充实了497页的内容。[2] 前一年的手册已经额外增加了2 000页的内容。

欧盟的监管规定

本国制定的法规只是英国和属于欧盟的每一个国家的一部分法规。另外还有欧盟强制实施的全面的金融监管规定，每一条都必须在国家法律中明文昭示，也必须和已有的法规保持一致。

超国家层面的监管法规不仅更加复杂，而且更加政治化，因为来自各个成员国的官员都常常有基本的国家议程，且原有的目标也常常是值得称道的。《可转让证券领域的集合投资》(Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, UCITS)是欧盟范围内的法规，首次颁布于1985年，其目的是允许开放式基金(Open-ended Funds)持有的证券遵守全欧盟统一的一套法规进行交

---

[1] Davis Polk website (www. davispolk. com).

[2] 约翰·贝肯(John Bakie)引自英国注册财务会计公会(Institute of Financial Accountants, IFA)网站 www. ifaonline. co. uk/ifaonline/news/1352230/fsa-handbook-barely-grown-bdo，由英国德豪会计师事务所(BDO Stoy Haywad)发布。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易。这一法规使得交易总价值达几万亿的资产变得很容易[1]，但是当各个成员国将无数的法规和原有的《可转让证券领域的集合投资》体系联系起来时也增加了其复杂性。

虽然如此，但《可转让证券领域的集合投资》法规仍然是在超国家层面的监管法规范围里一个为数不多的成功的例子。欧洲国家之间经济上和政治上竞争也许曾经对欧盟的形成有所阻碍，但是，竞争肯定没有随欧盟的出现而全都消失。现在，这些竞争仍然在一些细微之处显现出来，例如，在监管规定的制定过程中，由法国带头尝试对欧洲大陆的银行系统实施更加严厉的监管就是一个例子；另一个例子是德国发起的将财政纪律灌输到国家政府部门的规划中。

英国首相戴维·卡梅伦(David Cameron)曾经经常在一些问题上与欧洲的其他国家元首产生分歧，如试图在欧洲范围内征收金融交易税、在全欧洲范围而不只是英国国内降低银行资本金要求，以及将欧洲银行管理局(European Banking Authority)搬离伦敦等。[2] 英国本身并不使用欧洲单一货币，伦敦的金融商业区有一半以上的企业使用那些可用货币进行商业运作。欧盟提议的规则变化不仅会对英国的银行业产生影响而且对那些子公司总部设在伦敦的美国公司、甚至对那些完全是非欧元区的合约双方之间的交易也存在着威胁。卡梅伦先生及很多其他人士都认为这些法规的变化会限制伦敦金融商业区的竞争力，使在那里做生意成本变得更高，结果也会导致亚洲和美国的金融中心的生意亏损。

监管规则的实施

只有监管规则的详细条款并不能决定其效果，实施这些规则是另一个关键因素。人们很久以前就已经注意到美国比世界上其他国家在违反监管规定时所实施的大多数处罚形式都更严厉些，一些被判长期徒刑的情况在其他国家可能不会被判入狱。这和日本形成了鲜明的对比，日本传统上是以一种威慑性的方式对待那些没有执行法规的人。

例如，尽管人们也怀疑在日本这块土地上这样的违法行为很猖獗，但直到

---

〔1〕 European Fund and Asset Management Association figures for 2008.

〔2〕 据《金融时报》2011年12月9日报道：2011年12月，英国首相戴维·卡梅伦和法国总统尼克拉·萨科齐(Nicolas Sarkozy)举行欧洲峰会，讨论欧盟金融监管条款直至深夜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2012 年 3 月,在日本还没有任何银行因为内幕交易而被罚款。之后,中央三井资产信托(Chuo Mitsui Asset Trust,CMAT)因为长期参与一连串的内幕交易而受到罚款,引起这次罚款的事由是:一名银行职员向中央三井资产信托的一名基金经理提前透露了有关日本石油能源开发企业日本国际石油开发株式会社(Inpex)计划发行股票的内幕消息,当时那家银行正在为日本国际石油开发株式会社筹备发行股票的事务。

日本证券交易监督委员会(Securities and Exchange Surveillance Commission)用了一年多的时间调查对此事件的一系列指控,都是有关一些即将宣布发行股票消息的公司股票价格下跌背后的内幕活动。尽管这个案例在日本金融市场有里程碑的意义,但是,监管部门只罚了中央三井资产信托一共 50 000 日元(约 600 美元)。这样的处罚相对于中央三井资产信托因内幕交易而获得的 1 400万日元的收入而言显然是微不足道的。对于那个在承销银行工作的雇员,并没有因为他违反了监管职责把即将发行股票的消息泄露出去而受到处罚。[1]

金融机构回避监管的尝试

监管上的差异不可避免地影响着金融机构的决定。不仅对于他们落户何处,而且对于选择哪一个金融中心拓展商业渠道都有影响。他们也许要面对代价很高的搬迁动荡,但是他们会而且一定会尽可能地在监管不太严厉的管辖区进行交易和拥有基金。正如在过去 5 年总部设在伦敦的对冲基金纷纷搬迁一样,那样做的诱惑力太大,无人能抵御住。

对冲基金对于几年前英国免税代码的改变感到很恐慌,这一改变缩短了外国人在英国可以不向英国缴纳高比例的个人所得税的时间段。2010 年形势更加恶化,所得税的最高税率从 40%提高到了 50%。这些措施已经严重破坏了伦敦金融区的竞争力,促使很多知名的对冲基金公司搬迁到瑞士,包括布里文·霍华德公司(Brevan Howard)和蓝色羽冠资本管理公司(BlueCrest Capital Management)等。在瑞士,交易者可以享有个人所得 10%的税率、更加宁静的环境和更加接近世界第二大客户池等优越条件。[2] 同时,瑞士还转向把一些州际税收监管简单化,以进一步改进总体税收竞争力。结果导致 1/4 的伦敦对冲基

[1] *Financial Times* (27 March 2012), p. 19.
[2] *Financial Times* (7 September 2008).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金雇员在 2010 年以前搬迁到瑞士。[1]

假如瑞士继续维持松懈而轻度监管的体制，大规模搬迁是可以预料的。因此，2012 年 4 月当瑞士联邦委员会(Swiss Federal Council)提议为了使瑞士和欧盟的对冲基金监管规定保持一致以彻底改变这个国家的监管方式时，对冲基金公司感到有些震惊。

这些提议还只是处于起草阶段(确实在我写作之时，还没有英文译本)，然而据说很可能要涵盖对资产和税收透明度的要求、管理方式的规定以及严厉的监管制度。[2] 新规定可能令一些富有的人失去了自动成为合格投资人的权利，不能再直接把钱投资到对冲基金了。[3] 最后的规定是否真是这么严厉现在还很难说，但是，有一点很清楚了：从战略上转移对冲基金的所在地的做法是有风险的。当谈到监管规定时，甚至瑞士似乎也不能说是能保持自身的平静了。尽管如此，资金的流动性变得更强，监管规定也就变得更加复杂了，正如《多德—弗兰克法案》一样，只是帮助激励公司的运行的。

新加坡的轻度监管

可以想象，瑞士可能会像伦敦和纽约一样增加大量的监管规则，而新加坡到目前还是热衷于放任自由的方式。这要追溯到 1968 年，当这个海岛共和国在那时还是英镑区成员国的时候，曾向美国银行咨询有关如何建立一个金融中心，美国银行坦率地建议其建立起一个欧元型近海区域，比如像已经存在的中国香港一样。

尽管英国银行想让新加坡维持外汇管制而持反对意见，但新加坡总理李光耀(Lee Kuan Yew)还是接受了美国银行的建议。他从流动性和储备金的要求中免除了亚洲的美元保证金，并且从任何代扣的所得税中免除了海外利息收入。一旦英国银行态度缓和并同意新加坡的举措时，新加坡的企业就蓬勃发展了。除了中国香港已有影响外，这也特别受到了和外界建立了联系的支撑以及美国在越南战争期间在这个地区的消费的支撑。

在 1997 年新兴市场危机发生之后，新加坡进一步发展。新加坡为幸免于危

---

[1] 《金融时报》曾在 2010 年 10 月 1 日引用过顾问公司基尼特克合伙(Kinetic Partners)的估算。

[2] *Financial Times* (14 April 2012), p. 1.

[3] *Financial Times* (14 April 2012).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机而感到振奋，在严格坚守银行机密的同时，进一步减轻了监管的力度。[1] 2011 年自由市场研究智囊团投票授予新加坡为世界上经济第二自由的市场称号，仅次于中国香港。[2] 这一切不是在说新加坡的做法就能让全球的金融界更加安全了，缺乏透明度和轻度监管并不能让我们轻易发现和预防欺诈、泡沫或者危险的贷款行为。然而，新加坡的做法与欧洲和北美的繁文缛节的困境形成了鲜明的对比，这将会继续使新加坡成为无拘无束的财富天堂。财富所在之处，也是银行家和相关服务提供者必去之处。

这个原则也延展到各种轻度监管的金融领域。柜台交易(OTC)市场和境外投资都比其他传统的市场监管要宽松得多。然而，监管部门又一次在逐渐关闭这些市场。2012 年第三个季度之前，《多德—弗兰克法案》将涵盖所有基于美国的合约对手进行的柜台交易，以及强行清除通过中间的对手方进行的交易。类似措施也有望在明年年中在欧洲和亚洲进行实施。[3] 并将首次强行使用抵押品。这样将会增加透明度和限制信用风险，但同时也一定会使柜台交易平台对于那些缺乏合适的高质量抵押品的人来说变得更加昂贵。

意想不到的监管后果

监管和其他官方干涉几乎总是带来意想不到的后果。当监管部门进行干涉的时候，它们可能也在创立让追逐利润的实体觉得很有吸引力的激励机制。禁止投机性的自营交易的“沃尔克规则”也许会促使一些机构制造一些假的离岸交易对手(Offshore Counterparties)在交易中扮演客户，事实上那些交易是为机构自身的账户进行的。

巴塞尔准则Ⅲ是有关银行资本充足率的，它通过有效保持其可供应量而不可避免地降低了银行在资本上的收益，从而让其蒙受损失。这些准则可能会诱惑银行想方设法地、通过利用它们的剩余资本进行一些本来不会去尝试的更危险的活动，以获取收益。

在 2008 年的金融危机期间，政府优先拯救的是一些像花旗银行和美国银行这样的大机构，原因是这样的银行是被视为影响太大而不能倒闭的机构，这对于

---

[1] Mapping Financial Secrecy, Tax Justice Network (October 2011).
[2] Fraser Institute of Canada.
[3] *Financial Times* (4 March 2012).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些被视为相对影响力小的机构显然是不公平的。正如当时任美国联邦存款保险公司(Federal Deposit Insurance Corporation)主席的希拉·贝尔(Sheila Bair)在2009年10月的一次采访中所说的：

"'影响太大而不能倒闭'的说法更是糟糕，这把曾经含蓄的说法明确化了，拉开了大机构和小机构之间的竞争力差距，因为人人皆知小机构会倒闭，所以对小机构而言，筹集资金和获取资金的代价更高。"[1]

在2009年，就有100家小银行倒闭了，其中大多数只是在全球金融危机里扮演微不足道的小角色，它们无法和那些得到国家紧急救助的国家支持的大银行竞争。以资金为代价的糟糕的做法也并非在除患兴利。如果监管尝试是没有经过深思熟虑的，即使是出于善意，也不会有好的结果，这也是我们应该吸取的教训之一。

会计和法律机构

安然公司

监管机构不仅仅和政府有关，也和会计、法律机构有关。公司也是通过它们向外界的投资者、政府机构和客户展现公司形象的。就会计师事务所而言，所有公司都需要有独立的专业会计师事务所在对外公开账目之前对其业务、资产和负债进行公正、准确的审核并签字确认。但是，对于已有的会计师事务所签字确认的盲目信任在2002年就遭受了一次致命的打击，那是源于一家一流的审计公司安达信会计师事务所(Arthur Anderson)因撕毁了有关不光彩的能源贸易公司安然公司的业务的罪证、妨碍了司法公正被判有罪。[2]

安然公司愚弄了所有的人，表面上，它是一个模范公司，《财富》(*Fortune*)杂志连续6年将安然评为"美国最具创新精神公司"，《福布斯》杂志将安然评为"全美100家最佳雇主"。然而，在光鲜亮丽的公共形象背后，安然公司利用账务漏洞以资产负债表表外工具来隐瞒债务，并向公众公布不实的年收益。安然公司同时利用这些复杂的阴谋诡计，足以构成了系统的、大规模财务欺诈。安然公

[1] *USA Today* (20 October 2009).
[2] 2005年，最高法院因为陪审团指令有误而撤销了判断。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司于 2001 年 12 月破产，630 亿美元资产负债表令其成为当时史上最大的一例公司破产事件。[1]

更令人感到心痛的是，安然公司 20 000 名员工中许多人不仅失去了工作，而且也失去了他们的养老金和积蓄，因为他们的养老金和积蓄都与这家公司的股票联系在一起了。安然公司主席肯尼思·莱(Kenneth Lay)在公司接近倒闭的前几个月还一直继续鼓励公司员工购买公司股票，而他自己那时却售出了价值 1 630 万美元的公司股份。安然公司可能是愚弄了公司的审计师，也可能是和公司审计师串通一气的[2]，似乎监管部门没有什么机会了解公司到底发生了什么。不过，激进的财务政策也留下诸多线索。安然公司曾获得美国证券交易委员会许可使用市值计价会计方法来运行天然气业务，这样就让公司受益于这一商品价格的上涨了。

安然公司在它的能源贸易业务中采用了一种所谓的“销售商模式”(Merchant Model)，在这种模式中，公司合同交易的价值被当作年收益，而不是只计算执行合同时所挣得的佣金，这样的模式在那个行业也是常见的做法。因此，随着能源合同价格的上涨，安然公司年收益也额外增加了，但是如果能源价格大幅度下降，就会将公司置于危险的境地。结果，安然公司尽力把 1996 年的年收益 130 万亿美元转变成到 2000 年以前达到了 1 010 万亿美元。正如在麦道夫庞氏骗局的案例中，在众多的审计师、证券分析师和监管者中就应该有人发出疑问：安然公司到底怎样做到的，是否那样的发展是可持续的、合法的。然而却没人那样做。同样，不良的规定反而在兴弊除利了。像杜克能源(Duke Energy)公司、达力智(Dynegy)公司和可靠能源公司(Reliant Energy)也都改成销售商型会计模式，也使它们更快地增加年收入，像安然公司一样进入《财富》500 强企业。[3]

最后是记者，而不是监管者或者分析师问出了一些尴尬的问题，开始暴露了安然公司的衰败。2001 年 3 月，贝森尼·麦克林(Bethany McLean)在《福布斯》杂志上发表了一篇文章，指出了安然公司财务报表的不透明性，以及投资者抱怨其商业模式令人晦涩难懂。2001 年当安然公司的股票价格随大范围的美国股票市场下跌时，它的首席执行官杰弗里·斯基宁(Jeffrey Skilling)在 8 月神秘辞

[1] Original Texas state indictment (news.findlaw.com/hdocs/docs/enron/usandersen030702ind.html).
[2] Indictment, ibid.
[3] Bala G. Dharan and William R. Bufkins, “Red Flags in Enron's Reporting of Revenues and Key Financial Measures”, Social Science Research Network (July 2008), p. 105.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

职,那时他实际在位只有六个月。仅在两天之内,安然股票暴跌了14%。最后,安然公司在11月承认了虚报利润,在接下来的12月正式申请破产。

希腊的掩饰

当一个主权国家营私舞弊的时候,它的整个监管风气也令人质疑了。在2001年,希腊为了达到加入欧洲单一货币的规定而煞费苦心。其中一些规定要求希腊的国家债务必须是下降的,但事实正相反,所以,希腊官员就转向高盛公司(Goldman Sachs)请求帮助,高盛开始捏造了一个以虚构汇率进行的28亿欧元的货币互换(货币掉期)协议,这样,希腊的债务看起来就比实际上的少了。[1]这笔交易额最初是7.91欧元,但是笨拙的希腊政府还想利用利率衍生品进一步虚报这个包括货币掉期交易在内的总额,以便隐瞒其预算赤字规模,所以这个总额在2005年以前就增加到51亿欧元了。[2]当时任希腊债务管理局局长的克里斯托福罗斯·萨蒂莉斯(Christoforos Sardelis)坦言:“与高盛的交易对于各有所图的双方都是非常有诱惑力的。”[3]

希腊为了进入欧元区而蓄意伪造账目的想法似乎令很多人感到震惊。鉴于它接下来没有能够在固定的汇率机制内处理好过度负债的问题,也泄露了故意无视经济原则和道德行为的后果。考虑到已发生的事实,试想一下,处于最高一级的政府都明知故犯,谴责市场中监管部门的失职还有什么用呢?

高盛公司辩解说掉期交易是在希腊已经进入欧元区的时候才启动的,并且它也和欧盟统计局核查过这一交易。然而,欧盟反驳说希腊这一交易的细节并没被公开过,实际上位于布鲁塞尔的欧盟是有为国家政府制定的统一会计准则的。希腊的债务官员说,这种交易的性质在市场上不是鲜为人知的,而是很普遍的,并提出了一个问题:如果是在进行欺骗性的交易,为什么欧盟统计局当时没有注意到呢?不管出于什么原因,现在的事实是:在高级政府官员的默许下一个国家伪造了它的国家账目,同时欧盟一级的监管部门没有明显察觉。10年之后,整个欧洲的经济都得承受这一失败的代价,到目前为止,受到这个监管失误影响的整个欧元区纳税人的金额总值是1 300亿欧元,比希腊隐瞒的数额多了

[1] Nick Dunbar, *Newsnight* (20 February 2012).
[2] *Newsnight*, ibid.
[3] Nick Dunbar, Bloomberg News (5 March 2012).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

40 多倍。

购者自慎

心血来潮地实施监管是政府一种本能的做法。在很多情况下,最初的目的都是值得赞许的,包括对欺诈行为的监察、防范和根除,保护消费者,保障主要金融部门的运行,以及获得平等的商业竞争环境等。然而,这些立法者和监管者试图达到目的的措施和过程是有欠缺的,构建和坚持履行这些复杂的规定不能取代提出合适的问题。在这个方面,投资者不能只依赖规定和监管部门。购者自慎,即购买者自己要当心。对于那些监管机构寻求保护的购买者来说,这是首要的,也是最好的防线。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章　金钱的道德风险

伦敦的罗德板球场(Lord's Cricket Ground)是英国人预留的堡垒,因此,当得州的投资家艾伦·斯坦福(Allen Stanford)在 2008 年 6 月将一架直升机落在这个安宁而古朴的场地,在观众面前巡游炫耀着一个巨大的、装有 2 000 万美元现金的有机玻璃的立方体的时候,人们还是很震惊的。[1] 这笔慷慨的金额是斯坦福为了促进一个新的"赢者为王"的板球联赛而提供的奖金。一些人很欢迎将激情活力和金钱收益注入到这项通常被看作很古板乏味而经费不足的运动中,板球运动的纯粹主义者抱怨说这样做可能没什么益处。

尽管不一定是出于纯粹主义者开始所猜测的原因,但最后证明他们的顾虑是对的。随后,斯坦福被曝光是个大骗子,他以加勒比海为基地的、价值 70 亿美元的金融帝国只不过是一场巨大的庞氏骗局。[2] 斯坦福慷慨奉献给板球获胜队的奖金简单地说并不是他私人的钱。

〔1〕 *Financial Times* (30 June 2008).
〔2〕 *New York Times* (7 March 2012).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融骗子

艾伦·斯坦福的欺诈行为只是悠久的金融欺骗历史上最近的一个例子。但是,当我们了解到斯坦福和许多与他一样声名狼藉的人所为的隐秘细节时,我们对这些人当时到底是怎么想的以及真正的动机就会更模糊了。在一些案例中,发财致富可能不是唯一的动力,也不算是最重要的动力了。我们也需要更进一步了解那些本应该识破而没有识破的金融骗子的心态,以及是什么导致了那些受害者上当受骗。

艾伦·斯坦福和他的同类之所以能够犯罪得逞不仅是因为他们的规模大,而且因为他们的独特性。有点头脑的不法之徒都是力图暗中作案,然后立刻逃离犯罪现场的。相比之下,斯坦福却积极地沽名钓誉,尽可能长久地坚持他的骗局。不义之财给他带来的物质上的粉饰还不能令他满足,他还渴求与其超级的富有相匹配的社会地位,那很可能就是激励他决定涉足不同领域的动力了。

蒙特塞拉特岛(Montserrat)和安提瓜岛(Antigua)是很小的岛国,不仅以是热带气候的游览胜地有名,而且还以金融监管宽松著称。这些加勒比海的天堂也为斯坦福提供了一个成为小地方的大人物的机会,他在安提瓜岛既是大老板又是投资人,被当作财富增长的巨头受到款待。他和安提瓜岛总理鲍德温·斯潘塞(Baldwin Spencer)关系也很亲密。在 2006 年,安提瓜岛为了感谢艾伦·斯坦福作为这个国家的养子的贡献,授予他"国家秩序最杰出的骑士指挥官"的头衔,他为自己赢得了"艾伦爵士"的称号。[1] 这种国家授予的荣誉使他声名鹊起,也赢得了更多被骗人的信任。

虽然金融帝国是建立在谎言的基础上时,但艾伦爵士至少在那段时间带给安提瓜岛的好处是实实在在的。除了创造了就业机会之外,他还是当地各种慈善机构的大恩人,同时他也资助岛上的文化和体育活动。他还曾发布类似"热爱加勒比,热爱这里的人们和未来"这样的热情公告。但所有这一切都不足以庇护他不走向毁灭。安提瓜和巴布达(Barbuda)的总督在 2009 年决定在他没被定罪之前收回"艾伦爵士"的称号,恢复他普通的老斯坦福先生的称呼。[2]

---

[1] "Two Knights of Honour", Caribbean 360 (November 2006).
[2] *Daily Telegraph* (2 November 2009).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欺诈者对自我行为的辩护

花费数年和数以百万计的资金建立起声誉而又要在某一天承受名声扫地似乎存在着根本性的矛盾。一种可能性是:如果或当罪恶昭然于天下的时候,诈骗者希望他过去的善举将会减轻他的罪恶。另一个更嘲讽的解释是:他的善行正是他恶行最有效的伪装。毕竟,一个不惜重金支持慈善事业的人从逻辑上来说会被人们认为是个体面的人,因此也不大可能参与违法乱纪。

在这两个解释中,用慈善当面具似乎更合理可信些。当然,拿出些非法所得的赃款做些善事并不能改变那些赃款的性质,甚至后来还会发现有害于相关的善事。艾伦·斯坦福曾为一家研究儿童癌症的慈善机构圣犹大儿童研究医院(St. Jude Children's Research Hospital)捐款,也因此受到人们的称赞,但是那个机构后来被一些受骗者起诉了,因为那些受骗者想努力追回被斯坦福骗走的资金。

最近几年还有一个想通过慈善活动争取社会地位的庞氏大骗局,那就是历史上最大的伯尼·麦道夫的骗局了,涉及金额高达 640 亿美元。他筹建过自己的捐赠基金,高达 1 900 万美元,一直以来都是用来捐赠给纽约本地的慈善事业,特别是那些和他出生的犹太社区相关的慈善事业。[1] 麦道夫的“善行”所赢得的赞誉远远超过和他同样行善的人,因为他在投资方面表现出的天赋令人印象深刻,甚至有许多受其捐助过的慈善机构反过来信任他来管理他们自己的基金会。

慈善机构是麦道夫庞氏骗局最理想的受害人,因为他们的投资需求都是很稳定的、可预测的。在美国,慈善基金会每年花在所承办的慈善事业和运转开支上的费用占基金中固定的比例[2],因此,麦道夫也清楚他们不可能突然要求提取意想不到的、可能会搅乱他的骗局的大笔资金。例如,如果一家慈善机构让他管理 2 000 万美元,他只需要从基金中一年抽出 100 万美元付给慈善机构,就有至少 20 年自由利用资金的时间,如果他能继续从别的机构吸纳更多的新资金,就得到了利用时间更长的资金了。

更普遍的说法是:麦道夫对于犹太慈善机构的慷慨巩固了他在犹太社区的

---

[1] *Washington Post* (12 Dec 2008).
[2] Mitchell Zuckoff, CNN Money (5 January 2009).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个人地位。尤其表现为:尽管他自己不是正统教派的成员,还被允许进入很有影响力的现代正统教派成员的应酬聚会中。他不断提升的社会地位帮助他从富有的犹太人那里吸引了上亿美元的投资资金。塞缪尔·G. 弗里德曼(Samuel G. Freedman)曾在《纽约时报》发表过一篇文章,解释了麦道夫如何利用了犹太社区的特性实施诈骗的:

"他们的领导和成员都是重叠的,就像一连串的维恩图(Venn Diagram)。宗教信仰、社会联系、慈善事业紧紧把他们联系在一起。这个社区最大的优点可能就是密实的个人关系网络和充足的社会资金。这似乎也是麦道夫先生曾经利用的特点。"[1]

麦道夫对社会地位的追求甚至超过了纽约的上层社会和犹太人的圈子。他和妻子不断向民主党捐款,还游说国会议员,10 年里为了他在媒体的曝光,他总共付出了近 100 万美元。[2] 政治家们也不止一次地回报给他好处,甚至请他作为专家见证人来到研究金融事务的国会委员会面前作见证。毫无疑问,麦道夫在声誉上的收获也让他操作巨大的骗局变得更加容易了。

正如艾伦·斯坦福的案例,麦道夫煞费苦心积累起来的声誉随着庞氏骗局在 2008 年崩溃而毁于一旦了。他欺骗慈善机构和自己团体中的成员的做法让他比斯坦福更像被社会遗弃的贱民。一位名叫托瓦·莫维斯(Tova Mirvis)犹太人作家这样总结那种感受的:

"如果你想写一部有关这个骗局的小说,没有人会觉得是可信的。一个机构内部的人对自己机构的人伸出魔掌,能不让人感觉到风声鹤唳?他怎么可以做到?为什么要这样做?"[3]

可能斯坦福和麦道夫都没有想到他们可能有朝一日被发现,但两个人都可能已意识到一旦他们的骗局被发现,社会对他们的接纳和尊重将会立刻被羞辱和憎恨所取代,不过,他们也许一直相信自己的谎言能够瞒天过海吧。麦道夫自从 1990 年初(也许比那时还要早很多年)就一直欺骗投资者了,在 16 年间曾侥幸躲过 8 次美国证券交易委员会以及其他监管机构对他的调查。[4] 到 2008 年

---

[1] Samuel Freedman, 'Trust and Exploitation in a Close-Knit World', *New York Times* (7 December 2008).

[2] "Madoff had a steady presence on Capitol Hill", *Los Angeles Times* (22 December 2008)

[3] Michael Freedman, *New York Times* (7 December 2008).

[4] *Wall Street Journal* (5 January 2009).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以前，他已经年过 70 了，也可能已经合理地预期到在因违法乱纪行为而落入法网之前他也走到了生命的尽头。斯坦福的欺诈行为也侥幸逃脱了 20 年。[1]

庞氏骗局注定以不可避免的失败而告终。基于数理逻辑，那一个无法吸收到足够的新投资者来偿还已有投资者的高额回报的一天总会到来。正因如此，犯罪者最后的声誉扫地也是不可避免的。比较而言，其他形形色色的金融骗子至少还有可能罪恶得逞，还有一个愉快的结局，流氓交易员就是这种类型的骗子，似乎最近几年这类人的数目还在不断增加，对于这些人我们马上来探讨一下。

诈骗犯如何不被发现

思考了那些犯金融诈骗罪的人的动机和心态，我们也需要考虑一下那些为骗局心动的人背后的想法吧。通常贪婪是那些人的一种驱动力。正是那种对财富难以遏制的渴望导致人们停止自己的疑虑，而接受骗子冠冕堂皇地声称的表面价值，相信其过高的、也常被说成是无风险回报的承诺。

预付费欺诈

世界上每天都会有普通的老百姓成为骗局的受害者，特别是在网络空间里受骗。也许这些骗局里最臭名昭著的当数是预付费欺诈了。这样的骗局往往开始于一封邮件，内容通常是：如果收件人愿意为已故的一个非洲将军搜集的战利品转户提供被动的帮助或者为被困于某个鲜为人知的地方的某个亚洲巨富遗孀的遗产转户提供被动帮助的话，就会得到一大笔金钱作为回报。只要收件人允许把这些资金转到他/她的银行账户就可以启动那些资金。作为回报，受骗人也会在收到的成千上万或者甚至上百万美元中扣除一些金额。

自然地，大部分人收到这样不请自来的邮件都会一笑了之，然后立刻把它丢到垃圾邮件夹里。但是，偶尔也有愿意上当的人，那些人不久就被要求支付与资金转户相关的各种各样的预付费用，像法务费、电报费、签证服务费和一连串的其他欺骗性的费用。同时，诈骗人还努力让受骗人一直把精力集中在最后闪耀夺目的奖金上。当受骗人付出了上百元、随后是上千元之后，他们在心理上更加抱定希望，不能自拔，尽管疑虑越来越多、损失也越来越多，还是想坚持争取到彩

---

[1] Freedman, *New York Times* (7 December 2008).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虹尽头的那罐金子。

利用邮件实施预付费诈骗听起来很现代，然而，预付费诈骗的记录可以追溯到许多年以前。在 20 世纪 20 年代的美国中西部，有一个叫奥斯卡·哈策尔(Oscar Hartzell)的骗子设法欺骗了 70 000 个普通家庭，诈骗总额达 200 万美元。哈策尔是通过告诉人们他发现了他们是 16 世纪英国海军上将和探索家法兰西斯·德瑞克(Francis Drake)爵士的后代来开始他的骗局的[1]，他声称他在寻找德瑞克爵士的后代并要把他流失多年的房产分发给他的合法继承人，房产的价值达上千万美元。许多家庭因为要满足哈策尔不断提出的费用要求而抵押了他们的家园或农场，失去了栖身之所。

没有询问正确的问题

理智的决策人很难陷入这般诈骗的圈套。事实上，这个世界当然并不都是由经济学教科书所指的那般精明的人组成的。我们除了不能高效地处理信息外，也很少能有我们可以完全掌控的、所有必要的事实。交易的一方通常知道一些另一方所不知道的信息，一个经典的例子就是像二手车的销售商知道出售的汽车有一个隐蔽的瑕疵。[2] 这种信息的不对称尤其在涉及欺骗性事件时体现得更为严重。

对于"不对称信息"问题的解决方案是进行审慎调查，显然人们并非对任何事情都能做到他们应该做到的谨慎程度，特别是当大量的事情都处在紧要关头的时候。史蒂文·普雷斯曼(Steven Pressman)教授在针对 20 世纪 90 年代的新时代慈善事业基金会(Foundation for New Era Philanthropy)的庞氏骗局进行了开创性研究，他认为并不是投资者尝试过获取最大量的信息却失败了，而是他们根本没去做任何尝试：

“……问题是投资者本身不想去问出合适的问题，而是天真地相信他们被告知的信息，很显然，他们也是在主动相信那些他们想去相信的信息。”[3]

新时代慈善事业基金会是一个非营利性组织，表面上看是试图帮助公司管理在慈善方面的开支。约翰·贝内特(John G. Bennett)利用该组织这一高尚的

---

[1] Prof. Steven Pressman, "On Financial Frauds and their Causes", *American Journal of Economics and Sociology* (October 1998).

[2] See for example, George Akerlof, Michael Spence and Joseph Stiglitz "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics* 84: 3 (August 1970).

[3] Pressman, "On Financial Frauds".

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目的欺骗了许多慈善机构几百万美元。他在这些机构面前炫耀他在基督教慈善事业里的最密切的人脉关系，而不是承诺抓住一些非常好的投资机会。

贝内特花言巧语欺骗慈善机构让他来掌管他们的投资，并承诺通过牵线另外一些想保持匿名投资的富有的捐献者和他们的基金匹配，让他们的基金在6个月里翻倍。[1] 通常情况下，慈善机构是不需要把他们的钱存放到贝内特的基金会里的，但是贝内特却要求那样做，理由是他需要那些存款的利息来支付他的开支。当这个庞氏骗局在1995年5月失败时，这个基金会欠下了5.51亿美元的债务，只有8 000万美元的资产了。[2]

在面临一个包含着不确定性而不是可量化的风险的复杂决定时，普雷斯曼认为投资者应该指望一个可信赖的联络人获取更多的信息。第一个参考标准通常是已经投资的朋友或熟人。有了足够大量的支持的推荐人，很容易产生羊群效应，这也就中了骗子的诡计。这一点特别在庞氏骗局和金字塔骗局中是完全属实的，其中早期的投资者确实能拿到承诺过的回报，那些都是新加入骗局的新手奉献的。

由专业人员管理、又有丰富投资经验的慈善机构为什么不做一些适当的功课呢？根据普雷斯曼所说，这基本上是出于心理上的原因。人的本性是积极乐观的，对自己的判断力也是过于自信的。但他们也会受到被限定的投资环境的"晕轮效应"(Halo Effects)的影响。一个像新时代慈善事业基金会这样的慈善机构在它要实施诈骗的基督教慈善团体中营造了良好的接受条件。毕竟，贝内特看起来就是他们自己人。同时，伯尼·麦道夫也正是使用同样的方式，在纽约犹太人团体最富有的圈子里招摇撞骗。

专家也屈服

也许普通民众上了庞氏骗局的圈套不足为奇，因为他们没有时间和缺乏深入研究的专业知识。但是，一些最精明的专业人士，常常还是这个领域的老手竟然也中了这种"好的难以置信"市场圈套确实让人迷惑不解。一家名叫布莱姆狄恩另类投资(Bramdean Alternatives)的英国资产管理公司在伯尼·麦道夫基金里投资了1 000万英镑。这个公司是由英国的明星基金经理妮古拉·霍利克(Nicola Horlick)管理的。当得知麦道夫是个骗子的事实的时候，她惊得目瞪口

---

[1] Pressman, "On Financial Frauds".
[2] *Christianity Today* (19 June 1995).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

呆。就在麦道夫帝国轰然倒塌之前的几个月，霍利克还对这个大骗子以及他的投资策略大加赞扬呢：

“他就是那个很善于在美国的证券市场上斡旋的人……如果他真的对市场持消极态度，他接着会把现金投到美国国债上……如果他持积极态度，他然后就投资衍生品交易……他能控制住那被称之为上下限期权的东西，不仅控制上行风险，而且也限制其下行风险……那个人年复一年地达到了每个月投资回报率达 1%～1.2%。”[1]

霍利克女士并不是唯一受骗的专业人士，还有几十个职业基金经理人都被骗去了大量资金，其中受骗的蓝筹股公司有：美国法菲尔德格林尼治集团(Fairfield Greenwich Group)，投入了 75 亿美元资金给麦道夫基金；美国特里蒙特资本管理(Tremont Capital)(投资 33 亿美元)；西班牙国家银行(Banco Santander)(投资 28.7 亿美元)；奥地利美第奇银行(BonCO Medici，投资 21 亿美元)；荷兰富通银行(Fortis)(投资 13.5 亿美元)和英国汇丰银行(HSBC)(投资 10 亿美元)等。[2]

麦道夫所宣传的高额回报和持续收益，即连续 17 年每年平均给每个基金 10.5%的回报，不是不可能，而是非常不可能的。只有为数不多的投资者曾经真正地取得过这样的业绩，没有一个是利用麦道夫声称的特别方式。除了持续的高回报率，麦道夫似乎真的对股票市场的动荡也有免疫力。在 2008 年 11 月，标准普尔 500 指数到那时全年的跌幅是 38%，麦道夫的一只集中投资该指数的证券投资基金据说是涨了 5.6%。[3] 麦道夫基金报告里每 25 个月才会出现一次下跌的记录，考虑到他声称使用了高回报的衍生工具，这一情况也应该会引人注目。

并非所有人都被他蒙骗了，金融分析师哈利·马科博勒斯曾经五次向美国证券交易委员会指控过麦道夫。他说：“我花了 5 分钟就明白了这是个骗局，我又花了 4 个小时进行数学建模，证明他的做法就是一个骗局。”[4]如果一名像马科博勒斯这样分析师对麦道夫的策略感到相当模糊并在 5 分钟后就产生了怀

[1] *Financial Times* (12 December 2008), based on Podcast interview with Matthew Vincent.
[2] *Wall Street Journal* (5 January 2009).
[3] *Washington Post* (12 December 2008).
[4] CBS News (1 March 2009).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

疑，那么那些声称进行了详尽细致的正当查账后却没有产生同样疑虑的监管者确实让人感到吃惊。

排外、信赖和保密

麦道夫使用的心理策略和约翰·贝内特以及奥斯卡·哈策尔如出一辙。其中之一是排外性。很少有人可以直接和麦道夫联系，能有机会做他的听众就是一种荣幸了。他甚至也很少直接会见大投资商，而是使用连接基金网络引进资金，很少直接接受资金。这样让投资者担忧如果他们真的撤出资金，之后他们也许再也不可能被接受了。[1] 这一点确实也是麦道夫的高招。

创造出一种信赖的光环是庞氏骗局的又一个重要因素。麦道夫通过几个方面做到了。正如我们所见，他不仅在慈善界是个举足轻重的大人物，而且在华盛顿也相当有名。他曾经是美国证券业协会[即后来的证券业和金融市场协会(Securities Industries and Financial Markets Association, SIFMA)]董事会的成员，该协会是一个在华盛顿代表着证券和金融行业利益的主要团体。事实上，伯尼·麦道夫的弟弟皮特·麦道夫(Peter Madoff)在他卸任的时候也是证券业和金融市场协会董事会成员。在2000～2008年，麦道夫家族捐给证券业和金融市场协会50 000美元，并花费几千美元赞助证券业和金融市场协会举办的活动。《纽约时报》曾经报道过美国证券交易委员会前主席亚瑟·李维特(Arthur Levitt)(任期从1993～2001年)有时候向麦道夫征求有关市场运作方式的意见，尽管他否认麦道夫在美国证券交易委员会施加不正当的影响或者李维特的下属职员听从麦道夫的意见。甚至监管部门还向他征求意见，显然麦道夫被默许为华盛顿的内部人士，也是华尔街的内部人士。[2]

保密的程度是进行庞氏骗局的另一个关键要素，因为欺骗的真相必须要避开窥探的目光。然而，在麦道夫的案例中，保密只是给神秘感升了级。麦道夫不允许投资者进入他们的网上账户，他很少对其交易的方式公开发表高见，也暗示人们他的那些方式对于普通投资者来说太复杂了，是无法理解的。公司的财务记录也是讳莫如深的，但是这并没有引起人们的怀疑，所有这些似乎和他有点石成金之术的投资大师形象很相符，他希望严守自己的成功模式也是可以理解的。

---

[1] *USA Today* (15 December 2008).
[2] *Wall Street Journal* (22 December 2008).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流氓交易员

黑克·里森和巴林银行

现在流氓交易员时代可能是从黑克·里森(Nick Leeson)开始的,他在1995年未经授权进行的交易让他的雇主巴林银行(Barings bank)陷入了破产的深渊。本来里森应该在各种日本股市期货合约之间寻求低风险的投资策略,但他却针对日本股市走向开始高风险的赌注。然而,押注却一去不回,损失在不断堆积。里森试图继续押注更大的赌注以求掩盖亏空的黑洞,但还是又一次血本无归。他最终让巴林银行损失了8.27亿英镑的资金,令这家英国贵族商业银行饱受了屈辱,最后仅以1英镑的价格被出售了。

里森的违规交易不是一个孤立的事件。在不断增加的金融衍生品的复杂世界里类似事件已是屡见不鲜了,通常都涉及交易员越权操作而亏损大笔资金,然后为了掩盖失败,继续不择手段地违规操作、加倍押注。这些骗子和之前我们探讨过的、备受瞩目的庞氏骗局的阴谋家是不同的,至少在公众眼里他们是不追求名誉和地位的。不过,他们也希望晋升和奖励,这在雇主眼里他们倒也是想赢得地位的。在这个过程中,雇主能否脱了干系的确是个有趣的问题。

在巴林银行的案例中,银行的管理层是疏忽大意的,从某种程度来说也是容易上当的。他们预先知道里森是个不可靠的人,事实上,在派遣他去新加坡分行工作以前,他们就知道由于他在申请中有欺骗性的陈述而被拒绝给予经纪人执照的事情了。巴林银行又同时允许他作为交易经理和结算主管,给了他更多可以掩饰其犯罪行为的空间和时间。巴林银行的文化也容易让人实施诈骗,正如里森在其自传中所阐述的:

“伦敦巴林银行那边的人都是自以为无所不知的人,没有人敢问什么愚蠢的问题,以免在别人面前显得傻里傻气。”[1]

杰洛米·柯维尔和法国兴业银行

当流氓交易员杰洛米·柯维尔(Jérôme Kerviel)在2008年让他的雇主法国

---

[1] Nick Leeson, *Rogue Trader: How I Brought Down Barings Bank and Shook the Financial World* (Sphere, new edition, 1999).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兴业银行(Société Genérále)亏损49亿欧元(约合67亿美元)的时候,银行业真的应该吸取教训了。根据法国兴业银行透露,柯维尔也旨在尝试利用股票指数衍生品中的错误定价进行交易获利。像里森一样,他最初也有过前科,曾被指控过"在2007~2008年间,越权进行大规模欺诈性定向头寸"的罪行。法国央行(Banque de France)行长克里斯蒂安·诺耶尔(Christian Noyer)说柯维尔是个"电脑天才",在那个时候为了实施犯罪曾"攻破了内部控制的五个级别"。[1]

柯维尔本人对这些事情的说法截然不同。在一次德国《明镜》(*Der Spiegel*)周刊的采访中,他说法国兴业银行不仅知道他在做什么类型的交易,而且还给予鼓励支持。2007年通过一封邮件他的海盗式赌注的规模引起了公司的关注,公司也知道他为了隐瞒罪行而创设虚假的对冲头寸进行虚假交易的事实。在2007年期间,更多的邮件发送到他的上级那里,但据柯维尔说他们并没有对他进行处罚,只是告诉他应该"小心处理问题"。[2]

柯维尔还说他并没有利用他作为程序员的专业技术规避兴业银行的监督系统,实际上是他的老板在其计算机上解除了风险监控,在他的交易席位上取消了那时对他实施的1.25亿欧元的接触上限的限制。不过也无法确定这些辩解的真实性,银行方面也不断地否认。但是,令人觉得奇怪的是:在他最后灾难性的结局将其罪行暴露之前,他竟然能够超过权限进行好几个月的交易。

柯维尔确实曾一度在他未经授权进行的交易中表现得很出色。2008年1月之前,他累计赚了14亿美元。[3]重点要强调的是他没有从这些交易中个人获利,不过,公司1年给他几十万欧元的年终分红,他也没有可能那样做。他的解释是:他是在为法国兴业银行工作。[4]他那时可能就是希望在法国兴业银行自己的部门里取得明星地位,并且得到进一步的晋升和奖励。

2010年10月,柯维尔以违反信托、伪造、未经授权使用计算机系统的罪名被判入狱3年,并象征性地被要求偿还他损失的49亿欧元。他现在在提出上诉。不过,他没有像起诉人最初起诉的那样,因为更严重的蓄意诈骗罪而受到审

---

〔1〕 Nicola Clark and David Jolly, 'Fraud Costs Bank $7.1 Billion', *New York Times* (25 January 2008).

〔2〕 *Der Spiegel* (16 November 2010).

〔3〕 "Rogue trader began year in profit", BBC (30 January 2008).

〔4〕 "Accused rogue trader Kerviel says he didn't invent his betting tricks", Associated Press (9 June 2010).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

判。[1] 在2008年5月的内部审计中，法国兴业银行把柯维尔的直接上司归为“有过失”，并承认银行方面在2006年年中也没有对至少74个内部交易的警示进行跟踪调查。[2]

如果不是2008年初股票市场的极端波动，柯维尔很有可能比他曾经获得的收益更丰厚而不是以巨额损失而告终。人们很容易想象这样的一幕：一个年轻的交易员被一位露齿微笑的老板叫到面前，因为其轻微地违反了内部程序，老板假装责怪几句，之后这件事很快就被忘记了。况且，还有什么比获利几十亿欧元更能减轻违规操作的罪行的呢？当然，也不是不可能，到现在仍然还有其他几个柯维尔为了赢得了内部的明星地位和财富、在老板的祝福和支持下，还在不为人注意地继续进行着投机操作。

在这一过程中，一些不正当的刺激措施显然在起作用。正如柯维尔在那个时候证实的一样，可能对交易成功的犒赏确实是很多的。在这些案例中，雇主经常是最重要的受益人，尽管金融机构从来不对外界公开他们从这些成功的流氓交易员身上获取多少具体的收益。然而，当事情败露时，是那些纳税人和无辜的客户最后来埋单的。另外从最近几年的流氓交易中所总结的教训还有：个人的即时收益并不都是犯罪的动机。这些个人可能首先是想因他们的技巧而得到认可，然后怀着日后变富和成名的希望，才坚持更长时间的游戏。

内幕交易者

庞氏骗局的大阴谋家可能真的陶醉于众人关注的聚光灯下，流氓交易员可能向往的就是在自己的交易地盘上获得赞誉和认可，然而，内幕交易者却从来不是想追求广泛的承认和赏识。滥用机密信息在很多发达的股票市场都是违法的，通常会受到监禁、没收非法所得以及永远被驱逐出金融服务行业等组合处罚。因此，内幕交易者都是在阴暗的地下场合活动，以确保他们或者面对面或者在用个人手机不留记录地讨论他们的宝贵的、非法获得的信息，并利用亲戚和朋友代替他们进行交易。

---

〔1〕 Nicola Clark, “Rogue Trader at Societé Générale Gets 3 Years”, New York Times(5 October 2010).

〔2〕 “Jérôme Kerviel”, *New York Times* (5 October 2010).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于利用内幕信息的人而言，最明显的动机就是钱了。在获悉了一家公司即将进行收购事宜，或者不久要公布大大低于市场预期的收益等的非公开信息之后进行交易操作是会带来巨额收益的。然而，经济上获益可能不是唯一起作用的动力，或者至少也许不是按照我们想象的那种方式在起作用。

内幕交易者的动机

印第安那大学（Indiana University）金融学教授乌陶帕尔·巴塔查里亚（Utpal Bhattacharya）和卡珊德拉·马歇尔（Cassandra D Marshall）的研究显示，内幕交易集中在公司里的高层梯队里。理性上来说，人们在利益超过成本的时候才会犯罪。逻辑上来说，低层的管理者才会进行更多的内幕交易。毕竟，这样低层的管理者在预知作案被抓的情况下，就其荣誉和未来薪水而言相对损失较少些。然而，在研究1989～2002年间的对内幕交易的起诉中，巴塔查里和亚马歇尔发现大部分深入参与内幕交易中的却是公司的高层管理人员。他们得出结论，甚至把当局花费更多的时间和资源调查大人物这个可能性考虑进去的话，这也仍然是真实的。

因此，对于提供内幕信息给他人的那些人，其动机也可能主要不是经济上的收益。不可否认，至少在某些情况下信息提供者倒也是希望从满怀感激的信息接受者手里拿到些回扣。然而，也有一些情况，是没有金钱和其他有形的回报转手过的，把有用的信息透露给另一个人可能是为了提高自己在那个接受人眼中的地位；反过来，举例而言，也可能会帮助提供内幕消息的人打开进入社会精英圈子的大门。巴塔查里和亚马歇尔还引用了自恃、嫉妒和傲慢作为另一些推动内幕交易的情感动机。

拉吉·拉贾拉特南

当然，对于拉吉·拉贾拉特南（Raj Rajaratnam）和他经营的帆船集团（Galleon Group）对冲基金来说内幕交易最主要的动机就是经济上的收益了。在他的内幕交易案的审讯期间，据披露，拉贾拉特南和阿尼尔·库马尔（Anil Kumar）一直合谋进行内幕交易。二人交往甚久，曾一起就读沃顿商学院（Wharton Business School）。库马尔利用自己在麦肯锡（McKinsey）管理咨询公司技术顾问的职业之便向拉贾拉特南提供公司的机密信息，而拉贾拉特南则付给这位老同学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小费作为回报。

拉贾拉特南是位白手起家的亿万富翁，他曾一度被排在美国富人榜的第236位。最初，是他先向自己的老朋友库马尔"投之以挑"的，在劝说老友成为他所谓的顾问以前，他对库马尔说道："你拥有很多对我来说很值钱的信息。"双方都清楚地意识到这不是一个善意的安排，然而，至少他们都一直竭力地隐瞒着库马尔的酬劳。支付给库马尔的200万美元是通过一个以库马尔管家的名义开立的海外银行账户流出的。[1]

在拉贾拉特南、库马尔和其他的一些被告之间的私人交情是整个案件重复的主题。拉吉夫·戈埃尔(Rajiv Goel)曾任芯片制造跨国公司——英特尔(Intel)公司——的中层经理。当戈埃尔承认了合谋和证券欺诈罪行的时候，他概括了他们的关系："我们都一起在沃顿商学院学习过，我们一直保持联系，我们的家人还一起度假。"对于戈埃尔而言，为他的朋友拉贾拉特南提供公司机密是另一种他们之间互相帮助的延伸："我们互相帮助抚养孩子，供他们上大学——那(给小费)也是另一种互相帮助的方式。"[2]

罗伯特·莫法特

出于个人原因是罗伯特·莫法特(Robert Moffat)案子的核心。莫法特是科技大公司IBM的高级副总裁，他在2010年因为被卷入帆船集团对冲基金内幕交易丑闻而被判刑。莫法特和丹尼尔·切尔西(Danielle Chiesi)有一段婚外情，切尔西曾经是选美大赛皇后，之后成为对冲基金经理。和切尔西幽会期间，莫法特透露给她一些像IBM服务器令人失望的销售业绩、即将开始的AMD(超微半导体公司)的重组以及联想(Lenovo)公司收益等敏感的详细信息。莫法特泄露给切尔西这些机密并没有得到经济上的回报。他的律师对他的心态发表过这样可能性的见解：

"也许他的自我意识在作怪，令他想打动和他很亲密的人。也许他只是想表现得知识渊博和世故练达。"[3]

所有这些人都被判处了监禁，职业生涯也毁于一旦。那么，特别是像那些已

---

[1] *Wall Street Journal* (14 March 2012).

[2] Courtney Comstock, "Rajiv Goel At The Raj Trial: 'I Had To Use The Money Raj Gave Me To Clear Out An Infestation Of Rats'", *Business Insider* (22 March 2011).

[3] *Wall Street Journal* (14 March 2012).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经功成名就的人还愿意以身试法似乎让人觉得很奇怪。罗伯特·莫法特的案例就更让人匪夷所思了，他冒险违法，但并不求从自己的言行失检中获得什么物质利益。对于内幕交易的处罚是严厉的，被发觉的风险也很小。不过，在 2009 年末～2012 年 2 月，在美国对这种行为的控诉只有 57 例是成功的，这很可能只代表了冰山一角。

从价和量中找线索

就内幕交易活动的规模而言，股票市场价和量的数据可以给我们提供一些重要的线索。公司收购行为是内幕交易者最热衷的事件，因为一旦消息公布于众，目标公司的股票价格就会急剧走高。所以，相关目标公司的知情人自然就会受到严密的监察。尽管如此，他们在公司收到收购要约之前确实也有交易行为的改动。一项在 1988～2006 年所做的调查研究表明，在有关 3 700 个收购事件中，被观察的美国公司知情人都曾通过减少他们在收购行为之前一年售出的股票的量来提高他们对自己公司股票的净购买量。[1]

最恶名昭彰的（也是获利最丰厚的）内幕交易案例必然发生在公司经理本人的远亲或近朋身上。公司知情人的朋友、家人、恋人和商学院校友是抓住机会分一杯美羹的最佳人选，并且被察觉到的风险几率要少些。[2] 许多研究已经证实：在收购行为发生之前的几天里，股票交易量常常急剧上升、达到非正常的水平。这些交易显然不是公司管理人员直接所为的，而是那些信任他们机密消息的人所做的。

犯罪的盛行

人们常常感觉金融犯罪如今变得比以前更加盛行了。从近期来看，这些犯罪看起来规模已经变得更大，也更频繁了。金融界不断增加的、错综复杂的特性可能是原因之一。由于金融衍生品的种类不断增加，有可能价格上的一点小变动就会转变成数额巨大的回报，这也是这种趋势的另一个因素吧。互联网时代让普通

---

[1] Anup Agrawal, University of Alabama, and Tareque Nasser, Kansas State University, "Insider Trading in Takeover Targets" (2012).

[2] Gregg Jarrell, *Washington Post* (17 December 1986).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资者接触到了不同层次的信息，这是上一代人没有享受过的，也同时为诈骗犯把上百万个人投资者当作靶子提供了一个新的途径，那应该是奥斯卡·哈策尔(Oscar Hartzell)非常喜欢的。

除了金融犯罪可能性的增加之外，犯罪的诱惑力也增加了。在美国和一些其他社会里，最富有的人和其他人之间的鸿沟已经回到了 20 世纪 20 年代的水平。同时，财富比以前更加显而易见了。法拉利和其他梦想中的跑车现在在伦敦、纽约和其他金融中心的大街上已经是司空见惯了。加入这个特权精英之列需要具备与众不同的技能、不同寻常的运气或者迂回曲折的手段。野心勃勃的普通人通常不具备前两种的任何一种素质的，因此只能依靠后者了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章　中央银行:保留、改进还是废除?

21 世纪初,各类银行的名声都一落千丈了,2007 年信用危机爆发后,银行界更加受到了全世界激烈而无情的批评。商业银行家们因不顾后果地放贷给不合格的购房者而受到批评;投资银行家们被人们当作破坏经济稳定的"赌场投机者"而被嗤之以鼻。对这些银行家们,最犀利的言辞指向金融系统的核心——中央银行的银行家们。

中央银行被指控在其所有的主要职能中都滥用或失职,包括管理货币供应,对银行业的监督和行使最后贷款人职责等职能。这些被指控的罪行据说在 20 世纪80 年代的日本和 2007 年之后的西方社会里已经间接、甚或可以说直接造成了灾难性的信贷泡沫和萧条了。

有关中央银行在信贷危机中作用的辩论已经演变成在正常时期对其行动的监管了,尤其是在长时期内造成通货膨胀和加剧繁荣与萧条的循环周期中,它们都起到了很大的作用。所有这些最后都引发一个问题:中央银行是否应该继续存在或者说至少它们是否还应该以目前的形式继续存在呢?

当然,中央银行家一贯言辞微妙,有时甚至可以说是隐晦不明的。毕竟,一个选择不当的词语或者甚至在公开声明中稍有过分的强调都会对取决于它们每一个公示行事的金融市场产生深远的影响。尽管中央银行家们有言语谨慎的习

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

惯，但还是被指控在处理最近几十年间的3件至关重要的大事时的态度明显不够慎重。

中心舞台上的中央银行

20世纪80年代日本的繁荣、20世纪90年代科技股狂热以及21世纪初房地产的泡沫最后都以大规模财富毁灭而告终了。除了这些财富上的损失，日本在1989年之后还遭受了20多年的经济混乱；开始于2006年的美国房地产大萧条，以及其他国家的房地产的崩盘甚至可能在西方社会产生另一个类似于日本的“失落的时代”。

20世纪80年代日本的繁荣和20世纪90年代的科技股狂热

刚刚提到的三个投机热潮都是经历过几年的酝酿，并且在每一个实例中，在最后的崩溃到来之前都出现过失控的迹象。例如，日本的日经225指数在1989年12月向上激增了114%，达到了三年来历史记录的最高点。在这个时期，日本股票市场的市盈率是50多倍，而在1973～1985年，日本股票市场的市盈率平均是在21倍左右。[1]

中央银行在像这样的泡沫时期的影响力是不容置疑的。1996年12月，美联储主席艾伦·格林斯潘(Alan Greenspan)在一次晚宴后的演讲中提出了一个修辞性的问句：“但是当非理性繁荣过度推高了资产价值，那时就会受制于意想不到的、拖延很久的紧缩，就像过去的十年发生在日本的情形一样，我们又怎么会知道呢？”[2]就在这次演讲之后，在这个世界上最有影响力的中央银行家的含沙射影下，金融市场出现了跌宕起伏。

然而，格林斯潘并没有按照他的话采取相应的措施，甚至没有进一步再提起那件事。投资者的活跃发展成了彻底的狂欢。美国标准普尔500指数自1996年他演讲之时到2000年3月涨了2倍多，创下了历史高点。有许多高科技公司

---

〔1〕 Thomson Financial Datastream; and Datastream Total Market Japan series TOTMKJP (PE).

〔2〕 “The Challenge of Central Banking in a Democratic Society”, remarks by Chairman Alan Greenspan At the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D. C. (5 December 1996).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的大本营——纳斯达克综合指数——在同期飙升了4倍。

艾伦·格林斯潘和美联储对于科技股、媒体股和电信股的投机过度保持沉默，许多美国中央银行以外的人士却是比较直言不讳。在2000年初，一位耶鲁大学的经济学家罗伯特·希勒(Robert Shiller)出版了一本很畅销的书，警告说美国证券被明显高估了。令人印象深刻的是，他引用格林斯潘先生所说的"非理性繁荣"作为自己的书名。

希勒教授和许多其他学术界和行业界的旁观者们随后证实了他们关于股票市场出现了狂热的看法。2000年3月～2002年10月，标准普尔500指数价值流失了一半，纳斯达克综合指数几乎损失了4/5。甚至在这次血腥的残杀之后，格林斯潘和其他美联储官员对他们能够做得更多些予以否认。2002年8月，格林斯潘先生说："不到事实出现，是很难最终确定那就是一个泡沫。也就是说，它的破裂才能确定它的存在。"[1]

科技股泡沫破灭产生的后果远没有10年前日本股市狂热结束所产生的后果严重。美国在2001年所经历的不景气是很轻微的，甚至在经济学家们还没认可它的开始就已经结束了。但是，接下来资产价格狂热带来的后果对经济和中央银行家们的影响将会更加深远。

房地产市场的泡沫膨胀

尽管科技股泡沫只是刚刚破灭了，但是，在美国和世界上许多其他国家，房地产市场的泡沫却在不断扩大。从2000年初到2006年中，20个大都市的房产价格都增长了一倍多。[2] 在某些地方市场，如拉斯维加斯(Las Vegas)，房产价格增长得更加迅猛。

然而，美联储再一次轻描淡写地暗示说房地产市场现在有些脱离实际了。在2005年，当时任美联储理事的本·伯南克(Ben Bernanke)(他不久后就接替艾伦·格林斯潘任美联储主席了)曾被一名记者问及疯狂的房价涨幅的事情。当他被问到是否认为居民房地产有泡沫时，伯南克先生的回答是否定的，声称他认为价格上涨基本上还是合理的。

---

[1] Quoted in Thomas Palley, "Asset Price Bubbles and the Case for Asset-Based Reserve Requirements", *Challenge* 46:3 (May/June 2003).

[2] "S&P Case-Shiller Composite-20 City Home Price Index", Bloomberg.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他说："我认为注意到基本面很稳固很重要。我们的经济、就业率、收入都在增长；我们的房贷利率低；我们在一些地区实行限量供应。因此，我们当然可以理解价格会上涨些。我不知道是否价格正好是合理的，但是我认为公正地说现在所发生的是由我们的经济实力所支撑的。"[1]

伯南克先生继续指出美国以前从来也没经历过全国房地产价值的下跌，并且预测今后的涨幅只可能会减缓或趋于稳定。这样说简直就是在冒险。在他说这些话之后不到1年，美国房市灾难性的萧条开始了。2006年7月～2011年10月，20个城市的标准普尔凯西—席尔全美房价指数(S&P Case-Shiller Index)没有保持稳定而是缩水了1/3。受损失的范围很广泛，足以堪称美国第一次全国范围的房市的崩盘。

中央银行对崩盘事件的回应

即使格林斯潘有关中央银行很难确认泡沫的观点是对的，但是，一旦泡沫破灭了中央银行如何立刻回应仍然还是个要解决的问题。没能警告人们因过度投机而加剧市场风险可以视为是不幸的，但没有充分解决事后的问题，中央银行一定是罪责难逃的。

日本中央银行反应迟钝

日本自从1989年末从繁荣走向萧条以后，经历了20多年的经济动荡。相比其危机之前10年经济每年平均增长率为4.5%，日本经济危机之后每年平均增长率只有0.85%了。[2] 不仅是增长缓慢，衰退也是频繁出现，在1990～2011年之间就出现过8次经济萎缩。(美国相比之下只遭受过三次经济萎缩。)在2012年初，日经225股指维持在1989年高峰期的3/4多一点。消费价格增长率停滞在每年平均0.34%。[3]

日本中央银行因为没有解决这些长期存在的问题，特别是通货紧缩问题，而受到广泛的指责。尽管日本中央银行把利率从1991年的6%的高息降到1995

[1] 2005年7月，本·伯南克在一次消费者新闻与商业频道(Consumer News and Business Channel，CNBC)采访中所说。
[2] Bloomberg.
[3] Thomson Financial Datastream.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年 9 月的 0.5%，这么低的利率他们自那以后还很少超越过，这种情况应该有所改观。当日本提倡量化宽松的政策时，被指控没有足够彻底地将这项政策进行下去。

正如格林斯潘和伯南克热衷于低估美联储解决发生的市场泡沫问题的能力，日本中央银行也始终试图在争辩通货紧缩问题是无法控制的。日本中央银行总裁白川方明(Masaaki Shirakawa)声称价格下降的结果主要来源于国家劳动力的萎缩和生产力的下滑。因此，在他看来，诸如零利率和量化宽松等的货币措施只是解决方案的一部分。他建议的补救办法还包括增加劳动力和利用创新产品刺激消费需求。

1998 年以前，日本中央银行是处于财政部的有效管治之下的。因此，20 世纪 80 年代泡沫出现期间和之后最初的几年间的货币政策既是政治工具也是经济工具。的确，批评家们也争论说中央银行缺乏独立性是直接导致泡沫出现和对泡沫破灭的无效回应的原因。这一说法对于美联储、欧洲中央银行都不符合，这两个中央银行都是有决策权的，不受外部政治上的掌控。

中央银行采取的措施太多——对量化宽松政策的批评

日本的经济危机比 2007 年发生在西方社会的信贷危机要早 17 年，所以世界各地的银行家们都已经对其做了广泛研究。的确，本·伯南克很早就认为日本的通货紧缩危机和 20 世纪 30 年代的美国大萧条是因各国中央银行缺乏稳健的措施而不可避免地变得更糟糕了。他说如果中央银行能够积极地放松货币政策，通货紧缩可能就会被战胜，或者说就能早点实现复苏了。

从某些方面而言，本·伯南克所制定的政策是成功有效的。没有人针对美联储使用可支配手段解决最近的危机加以谴责。美联储把短期利率从 2007 年 8 月危机刚开始时的 5.25%削减到 2008 年 12 月的 0.25%的低点，并把这样的低利率一直保持到 2012 年年初。从 2009 年年初到 2011 年年中，美联储还积极采取了印钞措施。相比之下，日本中央银行是在通货紧缩发生之后 6 年才开始求助于印刷机的。

针对美联储和英国中央银行的主要指控是他们做得太多了，而不是他们做得太少了。美联储实施第一轮和第二轮量化宽松的货币政策，向市场注入资金总额达 2.3 万亿美元；而英国中央银行到 2012 年年初注入资金总额达到 2 750

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亿英镑。按照美国和英国经济规模的比例来看,这一措施的力度比日本所执行的要大得多。

对于相信稳健货币政策的人,中央银行凭空创造万亿的印钞政策最后只会以另一种形式结束:恶性通货膨胀。据说,无法控制的价格上涨比价格下降更致命,因为那会不平衡地伤害到弱势群体,如一些依靠积蓄生活的退休人员,一些没有工资议价权的低收入劳动者。

对于量化宽松货币政策的攻击特别在英国是属实的。然而,与英国的情况不同,在美国实施量化宽松的货币政策之后通货膨胀则被维持在可控水平了——至少根据官方数据是如此的。尽管经济增长不足、失业率急剧上升,但是,零售价格指数在2011年上升了5%以上。

中央银行的困难在于证明反例的情形:如果没有实施量化宽松的货币政策,情况最后会怎样呢?大西洋两岸量化宽松的拥护者们声称:如果没有实施这一政策,美国和英国也许真的陷入了全面通货紧缩的局面了。伦敦的一家投资公司阿巴斯诺特(Arbuthnot)公司的詹姆士·弗格森说(James Ferguson)在2011年末预估如果没有英国中央银行的努力,英国货币供应将会萎缩13%,消费价格指数将会下跌。[1]

除了会出现通货膨胀之外,通常对量化宽松的货币政策的指控还包括:只有一部分上层的、不受欢迎的人,也就是指那些投资银行家和对冲基金经理,从量化宽松的货币政策中受益。在这样的争论中,中央银行新印出的现金大部分落入职业投资人的手中,他们重新投资到高收益的证券、商品和其他风险投资上,例如高端房地产和艺术品上。同时,在更广泛的经济活动中,人们就业机会继续减少,通货膨胀又会令人们真正的收入缩水。更简单地说,量化宽松货币政策的出现对于市区的普通老百姓而言受益不大,而是让那些生活在富人区里的贵人更富足了。

对于欧洲中央银行的批评

然而,对于中央银行来说,限制量化宽松的货币政策不是让其受欢迎的秘方。2009～2011年,欧洲中央银行有意地避开像美联储、日本中央银行、英国中

---

〔1〕 Cited in Alphaville, *Financial Times* (18 November 2011), ftalphaville. ft. com/blog/2011/11/18/753971/on-misunderstanding-qe-and-ukinflation.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

央银行和其他中央银行的印钞和发行债券的做法。欧洲中央银行不仅禁止直接从欧洲各国政府购买债券，而且顶着来自最大成员国的巨大压力不参与类似量化宽松的任何行动。面对日益恶化的基本面和金融市场失灵的情形，欧洲中央银行的决定遭到来自各个方面的批评。

比利时鲁汶大学(University of Leuven)经济学教授保罗·德·格劳威(Paul De Grauwe)令人印象深刻地把欧洲中央银行的政策说成是“自我强加的贞操法案”。在2011年10月在市场一波极端紧张的情绪过去不久，他在文章中指出欧洲主权债务危机演化成银行危机了。他写到：“欧洲中央银行已经没有借口不采取行动了(进行印钞)，如果还试图坚持其货币的处子之身，它将会毁掉整个欧元区。如果那种状况发生，没有人能够从这一‘货币贞操法案’中受益。”[1]

很明显，他的言论随后在2011年12月得到了一个即将卸任的欧洲中央银行官员洛伦佐·比尼·斯麦吉(Lorenzo Bini Smaghi)的回应。他说他也不理解“有关量化宽松的近乎宗教的言论”，他继续说量化宽松的货币政策特别适合于“那些面临会导致紧缩的流动性陷阱问题的国家”。在那个时候，斯麦吉先生的祖国意大利看起来正要陷入无法偿还大量债务、且遭受着因紧缩措施引起的长期衰退的危机之中。[2]

中央银行货币政策和泡沫的产生

然而，中央银行的罪责还不仅仅是没有提醒泡沫的出现或没有对泡沫破灭做出有效回应。越来越多的人认为中央银行实际上有意通过政策法案引发这些疯狂的投机事件，并且接着通过它们对那些事件结果的无力回应引起更多灾难。

对于出现在20世纪80年代的日本、20世纪90年代和21世纪初的西方信贷热，主流解释强调这是商业贷款人和投资银行家的行为。商业银行随意贷出资金——在日本是贷款给低效率企业、在美国贷款给不合格的借款人。与此同时，投资银行创造了衍生品交易，表面上看来是很精明，但却存在着致命的缺陷，隐藏了许多借贷的真正风险。公众也被“动物本性”弄得冲昏了头脑，贷了很多

---

[1] Paul de Grauwe, “Europe needs the ECB to step up to the plate”, *Financial Times* (19 October 2011).

[2] Reported by Bloomberg (23 December 2011).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不该贷的款。

奥地利学派的经济学家们反驳说这样的分析淡化了或者甚至可以说是忽略了问题的根源。他们辩驳说金融的创新和大众的疯狂本身是不足以制造泡沫的，他们认为任何投机狂热的生命线都是廉价信贷。商业银行可能会借贷不慎，但它们能够这么做也是因为中央银行提供了这么做的可能性。

奥地利学派声称中央银行坚持把利率调整到低于由市场自由调节的水平。这样人为调低的利率劝服人们和公司进行收益甚微的项目和购买金融资产。如果利率高，他们认为是不值得做的。他们以这种方式得到的信贷越多，导致的不良投资就越多。

在这一解释中，凡事有起就有落，即所谓的“盛极而衰，否极泰来”。中央银行的信贷刺激引起的繁荣不可避免地会走向痛苦的萧条。当不良投资明显增加，继而信贷枯竭时，投机形势就会逆转了。收益差的企业和质量差的证券就会大幅贬值。根据奥地利学派的观点，资产清算和经济衰退的结果也是市场在过度的信贷繁荣之后恢复平衡的自然结果。

尽管奥地利学派是边缘化的经济学思想，但其观点自 2007 年信贷危机爆发之后还是引起了越来越多的关注。虽然如此，但它的有关银行行为和其他种种观点还是遭到许多主流经济学家们的严正驳斥，特别是奥地利学派认为企业和消费者对于人为的低利率会重复做出同样错误的选择，他们斥责这一观点是荒谬的。

那些非奥地利学派的经济学家们虽然没有对中央银行在经济泡沫产生和破灭中的作用进行同样尖锐的谴责，但是，他们也承认廉价信贷在其中起了作用。多年以来进行的有关投机狂热的研究也通常是针对这一现象的实证性研究。涉及 17 世纪 90 年代英国股市繁荣，也就是在作为第一家中央银行的英国中央银行刚刚成立后不久，一位金融历史学家爱德华·钱思乐(Edward Chancellor)这样写道：

“信贷是在不断变化着的，也是难以捉摸的、不受约束的和不可控制的……信贷和投机是连体双胞胎；他们同时出生，又展现出同样的特性；他们永远是密不可分的。”[1]

---

[1] Edward Chancellor, *Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation* (Macmillan, 1999), pp. 31—2.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日本中央银行引发日本危机

众所周知，日本中央银行的政策是造成20世纪80年代日本超级繁荣的主要因素。在20世纪80年代末，甚至经济在快速增长的时候，真正的借贷成本还在大幅下降。日本中央银行因为通货膨胀而从1987年初开始下调利率，那时的利率是4.2%，可到了1989年6月就只有0.3%了。这一低点竟然离泡沫破灭只有6个月。[1]

正如我们已经看到的一样，形势失控的现代标志很明显。除了3年内股票市场翻一番之外，房地产价格更是暴涨不止。从1986年年末到1990年年末，日本大城市的居民用地涨了一倍多。[2] 在日本资产泡沫的鼎盛时期，只有7.4平方公里的东京皇宫的地皮的估值超过了美国整个占地面积为423 970平方公里的加利福尼亚州。某个高尔夫俱乐部的一个会员资格售价为400万美元，整个会员费总计价值达到了2 000亿美元。

在1987年，正值非常繁荣的时期，日本中央银行降低利率的决定就如火上浇油。但是，鉴于这个国家的中央银行是受财政部有效控制的，当时的做法也是别无选择。美国向日本政府施加压力，刺激其国内消费以降低它与美国来往流通账户的盈余。因此，日本财政部因为逼迫中央银行采取错误的政策而受到广泛的指责。

当在接下来的10年间日本中央银行没有获得正式的独立自主时，有人却认为它更多地也在按照自己的意志行动，比人们了解到的情况要好得多。日本大阪大学的莱文信上川(Ryunoshin Kamikawa)曾认为日本中央银行有较多的合法的工作议程，而不是只屈从于在美国命令下的政府压力；他还认为日本中央银行担心日本会因为国家货币急剧走强而发生经济萧条。[3]

美联储和欧洲中央银行

对于美国、英国和欧元区的中央银行来说，受制于政府、缺乏独立的说法算

---

[1] Japanese discount rate less Japanese consumer prices, Thomson Financial Datastream.

[2] Thomson Financial Datastream, Japanese Land Price index Residential Areas in 6big cities, non-seasonally adjusted, JPCITYPRF.

[3] Ryunoshin Kamikawa, "The Bubble Economy and the Bank of Japan", *Osaka University Law Review* 53 (2006), pp. 105—135.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不上可信的辩解的理由。像日本中央银行一样,这三个中央银行机构在 21 世纪初就实行了宽松的货币政策。那个时候,它们就已经享有设定利率的自由了。美联储和欧洲中央银行分别在 1913 年和 1998 年成立以来就是正式的独立自主的机构了,而英国中央银行在 1997 年才获得了自己的权力。

受 20 世纪 90 年代日本最近经历的影响,在艾伦·格林斯潘领导下的美联储在 2000 年科技股泡沫破灭的时候就积极地降低利率了。利率从 2000 年 6.5%的高峰降到 2003 年年中当时的最低点 1%。这确实帮助维持了那个时期的消费水平,导致相对温和的衰退和自 2002 年末以来的疯狂复苏。尽管美联储自 2004 年年中开始提高利率,但提升的幅度很小,速度也很缓。

根据世界银行的观点,美联储在 2001 年初和 2006 年初之间实行的利率政策比一个重要的经济经验法则所建议的应该达到水平更宽松些。[1] 那个经验法则——泰勒规则(Taylor rule)——认为利率应该反映是否通货膨胀和失业率高于或低于预期目标,并且利率的水平是否与充分就业保持一致。这个货币宽松的时期当然也是美国房价急剧上涨的时期。

艾伦·格林斯潘和本·伯南克都否认美联储那个时期实施的货币政策是过分宽松的。反而,他们把低利率主要归于其无法左右的外部力量。在 2005 年的一次演讲中,伯南克声称"全球储蓄过剩"才是低利率实施的原因,而不是由于美联储的政策。[2] 在他看来,利率低是因为有太多的存款,尤其在亚洲,人们很少去追逐投资机会。

这种说法被很多经济学家漠然置之,包括奥地利学派和其他学派,特别是创造利率规则并以其名命字名的斯坦福大学经济学教授约翰·泰勒(Joh B. Taylor)更是持反对意见。他指出:2002~2004 年的利率是非常低的,而和世界经济规模相比较而言,全世界储蓄金额实际上处于多年的低位了。[3]

与美联储相比,欧洲中央银行可能在 21 世纪初是没有太多自主空间的。欧元区当时 12 个成员国的经济表现参差不齐。作为欧盟第一和第三经济大国的德国和意大利,经济增长很不景气,面对这样的情形,欧洲银行将利率维持得很

[1] blogs. worldbank. org/prospects/do-taylor-rule-deviations-contribute-to-assetbubbles.

[2] Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia (10 March 2005), www. federalreserve. gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default. htm.

[3] John B. Taylor, "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", Stanford University (November 2008).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低，以刺激经济复苏。欧洲中央银行把主要再融资利率从2001年5月的4.75%高点削减到2003年6月之前的2%，之后一直到2005年底都维持着那样的低利率。

这些低利率最终帮助德国经济强有力地复苏了。然而，它们也激起了经济已经迅速发展的西班牙和爱尔兰疯狂的投机繁荣。西班牙的房产价格从2001年开始不断上涨，到2007年年中到达高峰，上涨了145%；爱尔兰的房产价格同期增长了80%。[1] 西班牙新增建筑物以惊人的速度拔地而起，在2006年，在西班牙施工中的新建房屋套数超过了德国、法国、意大利和英国的总和。[2]

随着利率被提高到比较正常的水平，信贷危机在2007年到来了，这些事件都结束得极其痛苦。西班牙的房产价格到2011年底下跌了1/4，尽管统计学家认为这还是少报了市场下跌的真实数据。在一些地区，价值从最高点下降了一半。对于爱尔兰来说，在2011年初政府数据显示房价从2007年的高峰下降了35%，都柏林房价下降了47%。

1994～1997年领导爱尔兰政府的爱尔兰前总理约翰·布鲁顿(John Bruton)虽然接受主要责任应该在于自己国家，但他说有关爱尔兰的泡沫，欧洲中央银行也表现了“审慎监管的主要失败”。尽管有急剧上涨的房价和来自欧洲别处的商业银行急切地贷款给爱尔兰开发商等明显的迹象，欧洲中央银行“似乎对这样的贷款没有提出异议”。[3]

正常情况下的中央银行货币政策

中央银行在21世纪初的经济泡沫中所起的作用受到了指责，也引发了人们对其在较正常情况下所起的作用提出了疑问。大量的财富在日本经济衰退、国际科技股崩盘以及房地产泡沫破裂等相当短的时间内消失殆尽，但这相对于由长期的通货膨胀造成的价值毁灭也只是小巫见大巫了。

---

〔1〕 Bloomberg：TINSA Tasaciones Inmobiliarias S. A，Irish House Price Index.

〔2〕 “Spain：Selected Issues”，International Monetary Fund，IMF Country Report No. 09/129 (April 2009).

〔3〕 John Bruton in a speech to the Google Leaders Forum in Dublin (21 July 2011)，www. johnbruton. com.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通货膨胀

自从英国中央银行于1694年成立以来，英镑已经失去了它99.9%的购买力。[1] 美元比起美联储1913年开张时，按现在实值计算也少了96%的价值。[2] 与此同时，欧元购买力比它在1999年发行时几乎少了30%。[3] 通货膨胀的起因是经济学中最具有争议的问题之一，但是在通货膨胀过程中，大多数理论家至少认为中央银行起到了一些作用。

基本命题很简单。当钱太多、商品太少时，结果就是通货膨胀。最著名的货币主义学派的经济学家米尔顿·弗里德曼(Milton Friedman)教授认为："无论何时，无论何地，通货膨胀都是一种货币现象。"用另外一句话说，太多货币的出现，即引发通货膨胀的结果，责任应该是发行者——中央银行。

怀疑论者认为事实比那些掌控货币供应权的人所带来的"无论何时，无论何地"的问题更为微妙。例如，他们指出不制造新货币，成本和需求也会增加。但是中央银行也不可能不受指责。举一个极端的例子，普遍认为(他们自己除外)津巴布韦政府应该对在2008年恶性通货膨胀率达到1 120万%负责任。在津巴布韦政府的指示下，津巴布韦储备银行(Reserve Bank of Zimbabwe)真的印了大量的新钞，专门为了满足政府开支的需求。

繁荣和萧条的周期

然而，通货膨胀仅仅是中央银行被指责扭曲经济的一个方面。对中央银行最严厉的批评来自于奥地利学派的批评家，他们说中央银行也应该对重复出现的经济的繁荣和萧条周期负一大部分责任，中央银行在其中所起的作用和他们在制造令人吃惊的经济泡沫及泡沫破灭的过程中都是一样的。

当中央银行过度地降低利率的时候，这一过程就开始了，给人一种错误的印象是有很多储蓄资金可用来投资。企业被哄骗用贷款进行投资项目，而那些项目按实际的利率计算是没有利润可赚的。最后，当企业的资金池和投资机会干涸的时候，信贷扩张停止了。随着经济衰退的出现，效益差的企业破产，并且大

[1] *Investors Chronicle* data.
[2] www.usinflationcalculator.com
[3] 汤姆森金融公司(Thomson Financial)的数据流软件统计的数据，欧元区消费者价格指数(CPI)所有项目未经过季节调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多数投机性的投资价值锐减。

虽然主流经济学家不认可中央银行的行为是促使企业兴衰周期的主要因素的说法，但他们也承认政策错误对于经济增长有很大的影响。除了在不恰当的时期执行过分的货币宽松政策以外，中央银行也频繁地犯另一个相反的错误，即过早或过分地提高利率。

在 2000 年，即使日本消费价格还在下降的时候，刚刚独立的日本中央银行也决定提高利率。日本经济从 2001 年开始遭受了 1 年之久的萧条，通货紧缩形势变得更加糟糕。在 2006 年刚刚出现了通货紧缩结束的迹象时，日本中央银行两次提高了利率，接下来又让日本在 2007 年陷入通货紧缩的形势中。无论什么时候，都有许多政治家和经济学家呼吁不要像日本中央银行那样做。当日本中央银行行使自主的权力时，却是以引发通货紧缩为代价的。

欧洲中央银行在 2011 年 7 月决定提高利率也同样在许多方面受到了人们的质疑。那时候，在欧元区的大部分地区都明显地受到经济萧条的威胁，投资者对于希腊拖欠政府债务感到惊恐不安。尽管如此，欧洲中央银行还是把基准利率从 1.25%提高到了 1.5%。英格兰银行前利率调整专家大卫·布兰奇福劳尔(David Blanchflower)那时把这一举动说成是“各国都经历过的导致经济增长问题恶化的经典政策错误。”[1]在欧洲中央银行反向提高利率 4 个月之后，含蓄地承认了其判断发生了失误。

中央银行的过失怎样才能改正

确认人们所说的中央银行的过失比确定怎么弥补这些过失要容易得多。从维持它们的现状到完全让它们解体的可能性都有。在这个范围中的最折中的办法是改变中央银行授权和权力。但是，如何最好地实现这个建议，特别是有关最彻底的废除方案，大家还没达成共识。

维持现状

中央银行继续或多或少地以现在的形式存在至少是有可能的。这多半取决

[1] David Blanchflower, “The Second Great Depression”, *New Statesman* (7 July 2011).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于未来几年金融系统和世界经济发展的命运。考虑一下积极的情景:中央银行的量化宽松政策能帮助避免重复(或者更糟糕的)2008年那样的市场恐慌;避免长达十年或更长时期的日本式增长滞缓在发达国家出现;以及不使用会引发持续的高通货膨胀或者甚至是恶性通货膨胀的量化宽松的政策令经济复苏。

如果事情能这样发展,在10年以后这个社会对中央银行的评价很有可能比现在要好得多。一些观察家甚至已经预测出这样的结果。在2009年的一次采访中,华尔街特立独行的评论家和投资人吉姆·克莱默(Jim Cramer)认为本·伯南克 “拯救了西方国家”,他认为“在最近几年,当我们几天无法使用自动取款机时,我们就会发现我们正位于悬崖边上了”。[1]

中央银行有过许多不受欢迎时期的先例,但是,最终声誉提高了。在1981年,美联储在面临高通货膨胀和经济增长滞缓结合的噩梦般的形势时,把利率提高到20%的峰值。这一措施帮助美国走出了经济萧条,那时候的经济不景气让许多在经济敏感区的企业和劳动者饱受了各种痛苦的折磨。

以前主席保罗·沃尔克(Paul Volcker)为代表的美联储是在美国遭受最多诋毁的机构了。沃尔克收到过失业的木匠涂写着很多愤怒信息的成堆木材;邮箱里还被塞满过许多汽车制造商寄来的滞销车辆的钥匙;更有名的是农场主开着拖拉机进入华盛顿、封锁美联储总部;肯塔基州的房产建筑商们竖起一个以沃尔克和他的同仁面部照片为主的通缉海报。[2]

然而,所谓的“沃尔克冲击”成功地控制住了通货膨胀。每年的物价上涨率从1981年的13.5%降低到1983年的3%。自那以后,美国的通货膨胀大多保持在可控范围之内。直到现在,沃尔克还保持着上半个世纪声誉最好的、至少是污点最少的美联储主席的纪录。

政府可以削减中央银行的独立性

政府总是可能收回一些或者全部他们最初授予中央银行的权力的。根据著名的英国自由市场经济主义学者、欧洲议会成员的丹尼尔·汉南(Daniel Hannan)的观点,“(英国中央银行)的货币政策委员会(Money Policy Committee,

[1] Jim Cramer, “What's the real unemployment rate?”, on the Judith Regan show, Sirius FM (13 November 2009).

[2] Joseph B. Treaster, *Paul Volcker: The Making of a Financial Legend* (John Wiley & Sons, 2005).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MPC)的功能严重失灵,应该予以废除”。汉南说英国中央银行的货币政策委员会是一个半独立的机构,而不是像标榜的那样是一个独立的机构。

在汉南眼中,英国中央银行的罪过就是在 2009～2011 年人为地维持英国的低利率和印钞。如果财政部像 1997 年那样设定利率,他看来应该是提高利率。但是当汉南相信货币政策应该从严时,不敢保证其他的政治家也都愿意采取这样傲慢的做法。

当政府直接控制货币政策的时候,不可避免的诱惑是按照选举需要设定利率。当选举之日日益临近之际,政府也许会试图利用降息提高就业,因此而改变投票前景。尽管出现了信贷危机,但英国人还是一致认为独立的中央银行要比政府掌控的更可信。

更多的透明度和责任感

结束中央银行的独立不太可能,也可能是不利的。但是,人们也很期望中央银行能变得对公众更加透明、更加负责。美国自由主义政治家、曾是总统候选人的罗恩·保罗(Ron Paul)曾经说过:“国会和美国人民如果有权利的话,应该对美联储所掌控的上万亿美元有最低限度的监督权利。”[1]在他们日常活动中和紧急情况下,美联储和其他中央银行都是在秘密帷幕之中操作的。

举一个中央银行秘密的日常工作的例子就是推迟发布它们的会议记录,通常是推迟好几天。中央银行辩解说这样做的理由是让它们能够为了社会的利益做出令人惊喜的政策改变。这也许包括货币扩张——曾一度是民意所向,但没有料到它会有这样的举动。[2]

保密的操作也不都像这样温和,也可能是影响更深远的。在 2008 年,美联储将 1.2 万亿美元的贷款以很低的利率或零利率借给了各种美国和海外的商业银行。然而,美联储拒绝透露借款人的身份,直到 2011 年 8 月的法庭诉讼和法律变更之后才公布于众。[3]

在 2009 年 5 月的法庭上,美联储争辩说它们这种沉默之墙是保护银行运转

〔1〕 www.ronpaul.com/congress/legislation/111th-congress-200910/audit-thefederal-reserve-hr-1207.

〔2〕 Karen K. Lewis, “Why doesn't society minimise central bank secrecy?”, Working Paper No. 3397, National Bureau of Economic Research (July 1990).

〔3〕 Bradley Keoun and Phil Kuntz, “Wall Street Aristocracy got \$1.2 trillion in Secret Loans”, Bloomberg (22 August 2011).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的必要之举。如果泄漏了银行求助于金融系统的最后贷款人，就会"助长市场投机以及散布谣言，说那个实体的流动性压力来源于不愿意公开的机构的财务问题"。保护银行的运转显然是可取的，但是这样的行为也同样可以理解为中央银行保护银行的利益而不是大众的利益。

2008年9月，对于美国国际集团(AIG)这个受灾的保险公司的紧急救助加强了人们对于美联储和银行业之间过分密切的关系的印象。当美国国际集团的高管们和财政部以及美联储的官员在纽约的美联储银行会面时，高盛公司的总裁劳埃德·布兰克费恩也在场。随后，美国国际集团得到1 820亿美元纳税人的资金，其中13亿美元给了高盛公司，以确保它的利益不受损失。

美国参议员伯尼·桑德斯(Bernie Sanders)在2011年末说："美国最高权力机构(美联储)充满了利益冲突。"[1]美国政府问责办公室(The Government Accountability Office)，也是美国的公众审计办公室，似乎同意声誉风险可能已经形成了。它指明在信贷危机期间，至少有18个现在的或以前的与银行和公司有着亲密关系的美联储董事会成员得到了美联储的帮助。它建议美联储招聘应该从更大的候选人队伍中加以选择，并让其规章制度和其他管理文件公布于众。

仅仅让中央银行更加负责也许还是不够的。现存的情况是中央银行作为行动体，本质上存在缺陷。因此，只要它存在着，社会就注定承受繁荣和萧条的周期、持续不断的通货膨胀以及中央银行和其他银行家之间的任人唯亲。如果真的是这样，唯一的解决方案就是废除全部的中央银行。

彻底废除中央银行

最终废除中央银行意味着废除和其相关的整个货币体制。货币的私有化代替国家对货币供应的垄断，即自己不能再凭空造币了。商业银行，也许甚至其他银行，将因此发行其自己的货币。这种货币将必然和现在流通的货币区别很大。

为了避免一时兴起、无限制地私自发行货币，它们的货币必须要有支撑，例如，可以转换成其他东西。奥地利学派经济学家认为转换成黄金，也许是白银，将是最合适的。如今的商业银行可以放贷的价值是他们储户存款的许多倍，按照银行有责任按照需求把纸钞兑换成黄金或白银的说法，那就不可能是一个完

[1] "GAO Finds Serious conflicts at the Fed" (19 October 2011), www.sanders.senate.gov/newsroom/news/? id=BFA0CBEC-CCE1-4520-8899-122C8B719105.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全有支撑的货币了。

回归由贵金属支撑的货币

有关货币可转换成贵金属的概念在现代人听来可能有些陈旧。持反对意见的人士常常调用 20 世纪 30 年代大萧条的例子，他们说那是由于许多国家为了保护他们的黄金支持货币而把利息率调得极高而导致经济恶化。如果他们早点求助于纸币，大萧条也许不会发展到那么严重的地步。如比较早放弃黄金支持货币的英国就比坚持不放的法国摆脱经济萧条快得多。

实用性是人们常提到的反对可兑换成贵金属货币观点的另一个理由。评论家们说为了解决交易问题，银行不得不运输大量的很重的金属，而消费者却不愿意用黄金和白银做实际交易。中央清算所系统可以帮助解决第一个问题，和黄金挂钩的借记卡就解决了第二个问题。

难道像奥地利学派经济学家所说，黄金支持货币真的是解决通货膨胀和繁荣—萧条周期的良方吗？在 19 世纪可兑换货币的全盛期，消费价格增长的确经常受到限制或者甚至是负增长。在 1865 年美国内战结束之后，据估计消费价格在接下来的 35 年间有 22 年是下降的。英国从 1816～1914 年的黄金本位的时代里[1]，每年的平均通货膨胀率是 0.2%，不到一半的年份里消费价格是下降的。

尽管通货紧缩和萧条是相关的，但也未必一直如此。在价格持续下跌的 19 世纪，美国经济实际上是迅速增长的。以实际值计算，美国经济规模在 1900 年比 1865 年增长了大约 4 倍。不可否认，美国在那个时候本质上是一个新兴市场，因此增长得非常快。这里要指出的是通货紧缩和经济增长不完全是不可相容的。

可兑换成黄金的货币有避免通货膨胀的相当不错的记录，但奥地利学派的另一个论点，即可以用来根除繁荣—萧条的规律性变化，又怎样论证呢？在 19 世纪和 20 世纪，很显然在金本位经济中都出现了商业周期。不仅出现了商业周期，而且还很明显。尽管美国总体上经济增长很强劲，但在 1865～1900 年也经历了九次经济衰退的时期。[2] 这其中包括投机狂热和金融恐慌。

---

〔1〕 数据来自罗伯特·希勒教授；《金融时报》；以及周期研究基金会（Foundation for the Study of Cycles）.

〔2〕 “US Business Cycle Expansions and Contractions”, National Bureau of Economic Research www.nber.org/cycles/cyclesmain.html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管那个时候没有美联储,但可兑换货币的热衷者仍然把繁荣一萧条周期变化的责任都归咎于政府和商业银行的滥用职权。他们说纸币只是部分和黄金挂钩了,给那些如今凭空出现的同样类型的信用留下了余地。对于这样的补救方式就是为所有发行的货币都找到黄金支持。

自 20 世纪末以来,公众对拥有黄金的欲望明显大幅度增加了。这种黄色的金属价格从 1999 年 7 月多年的低位价格每盎司 253 美元上升到 2011 年每盎司 1 924 美元,增长率为 660%。为了满足购买者的需求,德国一家公司 2009 年开始在很多公共场合提供兜售机销售金币、小金条和小金片。[1] 但是,消费者也许把黄金作为保值手段感兴趣,而并不一定证明他们想要黄金支持的货币。

公众对黄金支持货币的意愿

到目前为止,有关废除中央银行和把货币与黄金挂钩转换的公众欲望在美国可能是最强烈的。在 2011 年 5 月,犹他州通过了使金币和银币成为法定货币的法律。许多其他州也已经在考虑制定类似的法律。犹他州的举动是一个主要的象征性的姿态。如果通货膨胀由于美联储造钱的行动而引发,这样做最后也就有了现实意义。

替代方案

当然,也没有理由说自由货币就必须要和黄金、白银挂钩。另一种可能性是货币要和大批的商品挂钩,商品的价格要和一般物价水准相似。两位美国经济学家利兰・耶格尔(Leland Yeager)和罗伯特・格林菲尔德(Robert Greenfield)都提出过建立这样体制的建议:在其中,政府几乎不起作用,而且商品价格不受货币量变化的影响。任何人想兑现他们的货币不是收到一篮子商品,而是黄金或者证券。

科技的进步也提供了更有趣的私人发行货币的可能性。电子付款已经存在很多年了,最近互联网又使新数字货币诞生了。其中最有名的就是比特币了,这是一种自 2009 年初允许使用者相互在网上支付货物和服务的费用而又很少付或不付交易成本的货币。

比特币是由计算机程序产生的。他们的制造,被称为开矿,涉及计算机试图

[1] James Wilson, "Machines with Midas touch swap chocolate for gold bars", *Financial Times* (17 June 2009).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解决一个极其复杂的数学问题，导致每小时大约只有 6 个比特币产生。使用者可以看到在某个特定时间有多少比特币存在，这样设计的货币在流通中从来不会超过 2 100 万比特币，这种供应限制就是给了他们固定的价值。

这一切似乎对于新手有点令人迷惑，甚至令人生疑。并且这种实验货币也出现一些初期的困难。最初对于比特币前景的兴奋导致其价格在 2011 年以美元计算从 1 美元涨到 30 美元，接下来又暴跌到 30 美分。除了比特币在网络空间被盗的事件，它们还必须得到广泛的认可。

中央银行持续存在

尽管在信贷危机之后人们对中央银行有一种敌视的情绪，但人们也没直接预期它们现在要消失。公众的怒气被释解为废除中央银行的严正呼吁。目前，对于什么将替代中央银行的优势，人们还存在着害怕和不确定。这也给了中央银行一些空间，去赢回它们在 21 世纪初失去的自信。

即使公众意见最终决然地反对中央银行，并赞成用私人货币和自由银行替代他们，没有斗争，国家也不会放弃掌控货币。制造货币的能力是一种强大的力量，也给政府更多操纵的空间。例如，对于政府而言，如果没有印钞和操控借贷成本的能力，像他们曾经发动两次大规模的世界战争的事情几乎是不可能的。

经验证实国家很戒备地保护着其对货币的独断控制。如果人们放弃了国家发行的纸币而赞成使用黄金，例如，政府几乎不可避免地要采取让那种金属不合法或没收的手段，正像 20 世纪 30 年代在美国罗斯福(Roosevelt)所做的那样，希特勒(Hitler)在其后不久也如法炮制，还有穆加贝(Mugabe)在 2007 年也曾尝试过。

虽然如此，但中央银行在接下来的几年是不能满足现状的。可以重复采取量化宽松的激进政策避免像 20 世纪 30 年代那样出现通货紧缩和经济萧条；但下一个挑战将是确保印钞不要引发长期的高通货膨胀或甚至恶性通货膨胀。如果恶性通货膨胀发生了，中央银行的命运可能会以现存形式而结束。

同时，为了重建可信度，中央银行有必要进行一些自我改革。增加中央银行操作上更多的透明度显然是转变对其指责的一个好方法，即使那意味着要牺牲它们某个方面的效力。和其他银行的分支机构来往不要过于密切也不失为一个好主意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结　论

只要金融市场还存在,恐惧和贪婪就一直是投资中最强大的力量。21 世纪初明显是一个恐惧和贪婪并存的时期,尤其在西方社会,猖獗的恐怖主义、凶猛的信贷危机以及壮大的新兴国家等交织在一起,使国民感到人身更加不安全、财务上也更加不确定,并且对于他们几十年来在世界上的地位也更加不自信了。

与此同时,我们也有目共睹,每天展现在我们周围的财富比以前更惹人注目。加入富人行列的欲望促使一些无所顾忌地、只求短期收益的不良行为,从激进的新衍生品到许多连续不断被曝光的大骗局,最终以 2007 年开始的令人震惊的金融危机而告终。

加剧了的恐惧和贪婪的气氛不可能在未来的几年里消除。引起恐惧的理由很多,从世界第二重要货币潜在的崩盘到国家的破产,再到经济增长疲软和金融抑制。与金融危机密切关联的机构现在利用政府提供的低息贷款获得巨大收益,这种现象向社会发出了一个有关利欲熏心的道德危机的信息。

在未来几年里,我们投资者面临的极大风险的另一面当然就是极大的机会。为了利用这些机会,我们需要吸取历史教训。过去危机的经验让我们相信在发达国家股票失落的时代还没有回到轨道,黄金的鼎盛牛市已然崩塌。我也相信,有关政府可能采用哪种方法减债以及债券持有人和银行存款人可能会受到怎样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的伤害，历史也给出了明确的警告。

当然，到目前为止，信贷危机带给我们最大的教训之一就是：不能总是依赖那些所谓的保护者给予我们保护。这一点从金融监管者身上表露无遗，确实当人们需要它们的时候，它们一次又一次地表现得低效无能。同样，人们也亲眼所见了货币当局更愿意以牺牲普通储户利益来援助银行和政界。

仅有"好的"投资理念是不够的。有了有效的投资策略才可以开始尝试明智的投资理念，但也需要合适的融资到位才能实施。往往当机会最充足的时候也通常是资金最匮乏的时候。我也偶尔看到甚至是一些财力雄厚的、精明老练的投资者错失良机，基本上是因为没有未雨绸缪。

诚然，成功的投资开始于对全球、市场以及资产估值有清晰的认识，但单凭这一点现在远远不够了。如今，最成功的投资者不仅必须能够评定其他市场参与者的观点和期望，还要能够预测这些参与者的观点在未来很有可能会怎样演变，这并非轻易之举。令我们欣慰的是，我们知道了许多人认为他们知道自己在做什么，但那却是他们自陷麻烦的开始。用著名投资人霍华德·马克(Howard Mark)的话来说："想到你自己对某事一无所知是可怕的。但总的说来，想到这个世界是由那些深信自己知道要发生什么事的人在操纵着，你会觉得更可怕。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作者简介

尼古拉斯·萨尔克斯(Nicolas Sarkis)于1993年开始了他的职业生涯。他最初是在高盛集团(Goldman Sachs)纽约分公司的机构证券投资部担任副职。他于1994年迁往伦敦。在1997年,年仅26岁的他晋升为副总裁。他在高盛集团工作超过12年,先后担任过欧洲区的美国股票机构销售和交易集团的总经理以及私人财富管理(PWM)部门的副总裁,他在那里曾工作过大约9年时间。

当他在美国股票机构销售和交易集团工作的时候,萨尔克斯和他的团队在麦克拉甘机构投资者调查(McLagan Survey of Institutional Investors)中连续三年排名第一。那时候,他们为包括欧洲几个最大的机构投资者提供股票研究业务,并成功配售了在20世纪90年代备受瞩目的许多首次公开发行的股票,如拉尔夫·劳伦(Ralph Lauren)、斯坦威钢琴(Steinway Pianos)、第一资本协会(Associates First Capital)、美国瑞尔数码公司(RealNetworks)、中国电信(China Telecom),以及提供二级市场大宗交易业务,例如由科威特投资局(Kuwait Investment Office)出售的BP股权。

萨尔克斯在私人财富管理(PWM)部门工作期间,曾为一些欧洲最富有的家族和最大的基金管理投资组合业务。当萨尔克斯在2005年年底离开高盛集团的时候,他所管理的团队是高盛集团在欧洲最大的私人财富管理团队之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

萨尔克斯在 2006 年年初成立了阿尔法第一合伙人公司(Alpha One Partners),因为他觉得自己可以从买方的机构投资平台的制高点,为资金非常雄厚的投资者提供更有针对性的服务。这类投资者通常是指那些资产规模太大而不能由银行管理的客户。

阿尔法第一合伙人公司的商业模式是围绕三个简单的原则运作的:

1. 没有利益冲突的投资建议——阿尔法第一合伙人公司没有任何内部的产品,投资者也不是股东。

2. 注重通过尝试和测试的投资过程改进投资方法,类似于最成功的大学捐赠基金所广泛使用的方法。

3. 由于阿尔法第一合伙人公司的机构投资者的特殊地位,尽可能减少交易和管理的费用。

在 2008 年 5 月,《华尔街日报》欧洲版将阿尔法第一合伙人公司排在欧洲顶级的理财顾问之列,在当年度排名前 5 的机构中,它是唯一一家不隶属于银行机构的企业。在 2009 年 1 月,《华尔街日报》将阿尔法第一合伙人公司排在财富公告投资管理联盟表之首。在 2009 年 12 月,阿尔法第一合伙人公司被英国很重要的财富管理杂志之一的《斯皮尔斯》(*Spears*)杂志授予年度资产管理奖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

21世纪初是全球金融市场极其恐惧和贪婪的时期。一些人失去了大量的财富，但也有一些人伺机大赚了一把。如今，人们对于投资行业的信心正处于历史的最低潮。

《恐惧与贪婪》旨在让投资者在未来的几年里在面临金融市场的挑战和机遇时做好准备。著名的投资经理尼古拉斯·萨尔克斯在引导自己公司的投资者成功度过了2007年投资市场的混乱期之后，从历史中汲取经验和教训，为投资者明示未来之路。

萨尔克斯特别深入地探讨了自千禧年之后发达国家的股市困境，何时股市才能最终恢复元气，以及减少政府债务的过程对市场产生的可能性影响。他也对新兴市场国家的股票、黄金和欧洲单一货币的前景提出了自己的看法。

《恐惧与贪婪》除了对主要资产类别的前景做了探讨之外，也从整体上探讨了金融世界所面临的一些最重要的问题。其中萨尔克斯重点对央行、监管者和违规者的表现，特别是关于导致目前的金融危机中他们所起的作用做了深入的探讨。“《恐惧与贪婪》着手解决的是当今金融市场上的一些最重要的问题。它以一种很考究而又极其简洁的方式为我们提供了一些很有价值且很实用的答案。萨尔克斯的著作是那些想为他们的投资组合寻求灵感和启发的投资者的必读书。”《金融时报》的大卫·史提芬逊（David Stevenson）如是说。

网址：www.sufep.com



汇我智慧 添您财富

ISBN 978-7-5642-1749



定价：40.00元